

MASARYKOVA UNIVERZITA  
EKONOMICKO-SPRÁVNÍ FAKULTA

# Mezinárodní finance

Distanční studijní podpora

Miroslav Sponer

Brno 2012

Autor:  
Ing. Miroslav Sponer, Ph.D.

© Masarykova univerzita, 2012

# OBSAH

ÚVOD .....	4
1 PLATEBNÍ BILANCE .....	5
1.1 Základní pojmy .....	5
1.2 Vymezení pojmu platební bilance .....	7
1.3 Horizontální a vertikální struktura platební bilance .....	8
1.4 Vymezení salda platební bilance .....	12
1.5 Ekonomická analýza kumulativních sald platební bilance .....	14
2 DEVIZOVÉ KURZY A DETERMINANTY DEVIZOVÝCH KURZŮ .....	22
2.1 Vymezení základních pojmů .....	22
2.2 Platební bilance a devizový kurz .....	24
2.3 Inflační a úrokový diferenciál jako determinanty devizového kurzu .....	31
3 SYSTÉMY DEVIZOVÉHO KURZU .....	44
3.1 Úvod do problematiky .....	44
3.2 Klasifikace systémů devizového kurzu .....	45
3.3 Systémy pružných devizových kurzů .....	48
3.4 Systémy nepružných devizových kurzů .....	56
3.5 Historie kurzu československé, resp. české koruny .....	56
4 DEVIZOVÝ TRH A ŘÍZENÍ KURZOVÝCH RIZIK .....	73
4.1 Úvod do problematiky .....	73
4.2 Působení devizového kurzu na rozhodování exportérů a importérů .....	74
4.3 Devizový trh a jeho struktura .....	79
4.4 Devizové operace na devizových trzích .....	83
4.5 Řízení kurzových rizik .....	93
5 DEVIZOVÉ REZERVY A DEVIZOVÉ INTERVENCE CENTRÁLNÍ BANKY .....	99
5.1 Bilance centrální banky a devizové rezervy .....	99
5.2 Složky devizových rezerv .....	101
5.3 Devizové intervence centrální banky .....	104
SEZNAM LITERATURY .....	109

# ÚVOD

Vážení,

vítejte při studiu předmětu Mezinárodní finance. Distanční studijní opora, kterou právě začínáte číst, je určena studentům kombinovaného studia předmětu Mezinárodní finance nabízeného v rámci magisterského studia oboru Finance. Je možné ji však doporučit každému, kdo se zajímá o problematiku mezinárodních financí, devizových kurzů a obchodování na devizových trzích.

Cílem předmětu i tohoto textu je ukázat studentům komplexní pohled na oblast mezinárodních financí, seznámit je se základními pojmy, principy, činnostmi a případnými směry dalšího rozvoje mezinárodních financí.

Hlavní pozornost bude věnována problematice platební bilance, devizového kurzu a devizového trhu. Studenti si osvojí principy konstrukce platební bilance a získají přehled o možnostech analytického využití jednotlivých typů sald platební bilance v hospodářské praxi. Seznámí se s hlavními faktory ovlivňujícími vývoj devizového kurzu a s konkrétními systémy devizových kurzů. Vlastní část je věnována historickému vývoji kurzu československé, resp. české koruny a kurzové politiky České národní banky. Studenti získají přehled o organizaci devizového trhu, způsobu provádění devizových operací a možnostech jejich využití při krytí kurzových rizik. Vysvětlen bude rovněž mechanismus devizových intervencí centrální banky.

Věřím, že Vám tento text poskytne přehled o principech a fungování mezinárodních financí a přeji Vám úspěšný vstup do jejich studia.

V Brně, duben 2012

autor

# 1 PLATEBNÍ BILANCE

## Cíl kapitoly

Cílem této kapitoly je porozumět vymezení pojmu platební bilance (a pojmů souvisejících), principům sestavování platební bilance a jejího salda. Studenti si osvojí principy konstrukce platební bilance a získají přehled o možnostech analytického využití jednotlivých typů sald platební bilance v hospodářské praxi.

## Časová zátěž

Tuto kapitolu doporučujeme studovat v prvním a druhém týdnu semestru v celkovém rozsahu 15 hodin.

## 1.1 Základní pojmy

Rozvoj světové ekonomiky je v současné době nemyslitelný bez vzájemné provázanosti jednotlivých národních ekonomik. Ekonomiky jednotlivých zemí jsou propojeny prostřednictvím mezinárodního obchodu a mezinárodního pohybu kapitálu, které by nefungovaly bez existence rozvinutého a všeobecně uznávaného měnového a finančního systému.

Různé formy mezinárodní spolupráce a mezinárodní dělby práce mají v podmínkách existence peněz a peněžního hospodářství své peněžní vyjádření. Toto peněžní vyjádření se v jednotlivých transakcích a operacích realizuje působením peněz v jejich funkcích zúčtovací jednotky, prostředku směny a uchovatele hodnoty.

Mezi **motivy mezinárodního pohybu peněz** patří zejména zahraničně-obchodní operace, tj. dovoz a vývoz zboží a služeb. Dalším motivem mezinárodního pohybu peněz jsou transferové (jednostranné) úhrady a inkasa, které vyplývají z jednostranného poskytování peněžních fondů mezi fyzickými a právníckými osobami, a z různých forem hospodářské, technické a vojenské pomoci na vládní úrovni. Významným motivem mezinárodního pohybu peněz je zajišťování proti ztrátám vyplývajícím z možných změn v diferencích mezi domácí úrokovou mírou a zahraničními úrokovými mírami, a z možných změn devizových kurzů jednotlivých národních měn. V tomto případě dochází k mezinárodnímu pohybu peněz v krátkodobém horizontu a má formu pohybu krátkodobého kapitálu. Pokud je mezinárodní pohyb peněz motivován snahou po trvalejším uložení, spojeném s cílem dosáhnout vyšší míry zisku, má zpravidla formu pohybu dlouhodobého kapitálu. Mezinárodní pohyb kapitálu je v dnešní době nejvýznamnějším motivem.

**Mezinárodní finance** je možné chápat jako systém peněžních (zejména měnových a úvěrových) vztahů, jejichž prostřednictvím dochází k pohybu peněžních fondů v mezinárodním měřítku (mezi domácími a zahraničními subjekty a mezi zahraničními subjekty navzájem).<sup>1</sup>

Domácími subjekty rozumíme tzv. **devizové tuzemce** (neboli rezidenty dané země), tj. fyzické osoby s trvalým pobytem na území daného státu (příp. státní příslušností daného státu) a právnícké osoby, které podle příslušných právních opatření mají statut tuzemských organizací (se sídlem na území daného státu). Jako tzv. **devizové cizozemce** (resp. rezidenty cizích zemí) chápeme ty zahraniční subjekty, které podle platných právních opatření nelze

---

<sup>1</sup> JANKOVSKÁ, A., SPONER, M.: *Mezinárodní finance*. Brno, Masarykova univerzita, 1999, s. 10.

považovat za devizové tuzemce (rezidenty dané země). Mohou to tedy být fyzické a právnické osoby jiných států nebo subjekty (organizace) nadnárodní.

**K základním cílům mezinárodních financí** patří úkol vytvořit měnové, úvěrové, platební a jiné finanční podmínky k plynulému rozvoji mezinárodní spolupráce, zejména v oblasti mezinárodního obchodu a mezinárodního investování.

Ke správné orientaci v **problematice platební bilance** je vhodné si nejdříve objasnit některé nejčastěji používané pojmy z terminologie platební bilance. Vymezíme si především pojem platba a další pojmy na platby navazující, jako jsou například platební prostředky.

**Platba** ve své ekonomické podstatě představuje přesun platebních prostředků v souvislosti s pohledávkami nebo závazky (vyplývajícími z různých motivů). Souvisí tedy s realizační fází peněžního vztahu. Z hlediska mezinárodního platebního styku i z hlediska platební bilance je pro platbu charakteristické, že jde o přesun platebního prostředku (hotovostního i bezhotovostního) buď ze zahraničí do domácího peněžního oběhu, nebo naopak z domácího peněžního oběhu do zahraničí. Může se například jednat o přesun platebních prostředků z jedné země do druhé, z jednoho peněžního ústavu do druhého, případně z jednoho účtu na jiný ve stejném peněžním ústavu v cizí zemi.

Každá platba má vždy vliv na platební bilanci příslušné země. Platby mohou mít buď podobu inkasa z ciziny, nebo úhrady do ciziny. Při inkasu z cizí země se jedná o příliv platebních prostředků do domácí země (země sestavující platební bilanci), případně o příliv platebních prostředků takovým způsobem, že sice zůstávají v cizí zemi, ale přecházejí do vlastnictví, resp. dispoziční pravomoci fyzických či právnických osob, případně jiných institucí nebo orgánů dané země. Při úhradách jde naopak o přesun platebních prostředků z domácí země do zahraničí, nebo případně o jejich převod v zahraničí, v případě, že přešly z vlastnictví, resp. dispoziční pravomoci domácích subjektů na subjekty zahraniční.

Převážná část **mezinárodních plateb** se uskutečňuje na úvěrovém základě, pouze menší část mezinárodních plateb má charakter promptních inkas a úhrad. Z tohoto hlediska inkasa ze zahraničí a úhrady do zahraničí vyvolávají vznik, zvýšení, snížení a zánik pohledávek a závazků v zahraničí.

Zahraniční inkasa a úhrady navazují zpravidla na operace vyplývající z mezinárodního pohybu zboží a služeb, přičemž pohyb zboží může předcházet pohybu peněžních prostředků (například při dovozu nebo vývozu zboží na úvěr, kdy se vzniklé pohledávky inkasují později a vzniklé závazky se hradí později), nebo naopak může za pohybem peněžních prostředků následovat (např. při dovozu velkých investičních celků je část nákladů hrazena zpravidla předem v podobě záloh dodavatelům).

Pohyb peněžních prostředků z jedné země do druhé souvisí samozřejmě i s dalšími motivy, především s mezinárodním pohybem kapitálu.

## 1.2 Vymezení pojmu platební bilance

Platební bilance patří mezi běžně frekventované ekonomické pojmy, se kterými se často setkává i laická veřejnost. Výraz platební bilance je však často různě interpretován.

Věcný obsah pojmu platební bilance je možné vymežit dvojím způsobem:

- platební bilance tzv. v „užším“ smyslu, někdy nazývanou jako devizová (prostá) platební bilance,
- platební bilance tzv. v „širším“ smyslu, označovanou někdy jako ekonomická platební bilance.

**Devizovou (prostou) platební bilanci** můžeme definovat jako systematický přehled devizových inkas a úhrad, které byly uskutečněny mezi devizovými tuzemci (rezidenty) a devizovými cizozemci (nerezidenty) za určité zvolené období (zpravidla jeden rok).

Devizová inkasa jsou devizovými tuzemci obdržené devizové platby od devizových cizozemců. Motivy a techniky devizových inkas mohou být různorodé (např. vývoz zboží, služeb, příjmy z kapitálových operací, příjmy z placení alimentů atd.). Devizovými úhradami analogicky rozumíme devizovými tuzemci provedené devizové platby ve prospěch devizových cizozemců. Jejich motivy jsou stejné jako u devizových inkas a souvisí tedy s pohybem zboží, služeb, kapitálu a transferových plateb.

Vymezení platební bilance v podobě devizové (prosté) bilance patří k historicky staršímu, a současně k nejužšímu možnému pojetí statistického záznamu vnějších ekonomických vztahů dané země. Takto úzce chápaná platební bilance nevyhovuje potřebám národohospodářské analýzy, neboť se zaměřuje na podchycení pouze čistých devizových toků mezi domácí ekonomikou a zahraničím a poskytuje tak pouze omezené informace o vývoji vnějších ekonomických vztahů, protože zachycuje pouze část ekonomických transakcí.

Proti tomuto vymezení platební bilance lze mít následující výhrady:

1. Inkasa a úhrady mezi devizovými tuzemci a cizozemci neprobíhají pouze v devizách, ale jsou uskutečňovány rovněž v domácích měnách. Zjednodušené chápání platební bilance jako prosté devizové bilance by mohlo vyhovovat pouze u zemí s nesměnitelnou národní měnou. V případě zemí s volně směnitelnou národní měnou musí platební bilance zachycovat veškerá zahraniční inkasa a úhrady bez ohledu na to, v jaké měně jsou uskutečňovány (např. v případě USA je přibližně 90 % veškerých plateb realizováno prostřednictvím amerických dolarů).
2. Devizová platební bilance zachycuje obrat zboží a služeb ve chvíli, kdy dochází k provedení devizového inkasa nebo devizové úhrady, což znamená, že nerespektuje možnost využití obchodního úvěru.
3. Devizová platební bilance nezachycuje celou řadu ekonomických transakcí, které mohou mít velký význam pro celkový národohospodářský pohled. Mimo její záznam zůstávají například některé hmotné toky, které nejsou bezprostředně ani v budoucnu následovány peněžními toky. Patří sem například veškeré hmotné transfery, věcné dary a hospodářské pomoci, barterové obchody (naturální směna zboží za zboží) a zejména reálné investice (například vývoz kapitálu v podobě strojního zařízení).

Z výše uvedené kritiky vychází novější chápání platební bilance rozšířené o zmiňované položky.

**V současném pojetí tedy pod pojmem platební bilance rozumíme systematický statistický záznam všech ekonomických transakcí, které byly uskutečněny mezi devizovými tuzemci a cizozemci za určité zvolené období (zpravidla jeden rok).**

Ekonomické transakce zahrnují kromě devizových inkas a devizových úhrad rovněž změny devizových pohledávek a devizových závazků a dále transakce čistě materiální povahy (např. věcné dary a reálné investice). Název platební bilance tedy již přesně neodpovídá obsahu, který se skrývá pod tímto pojmem. V případě nově vzniklé bilance se totiž už nejedná pouze o bilanci plateb, ale o **bilanci všech ekonomických transakcí mezi devizovými tuzemci a cizozemci**. Z tohoto důvodu byla navržena celá řada nových názvů, zejména pak „bilance mezinárodních ekonomických transakcí“, případně „**ekonomická platební bilance**“. Tyto názvy se však v běžné terminologii neujaly, i když odpovídají věcnému obsahu lépe než užívaný název platební bilance.

Platební bilance je tokovou veličinou, vyjadřuje tedy míru toků a nikoliv stav zásob. Kritériem příslušnosti z hlediska platební bilance je rezidence v dané zemi, nikoliv národnost. Platební bilance jsou zpravidla sestavovány jak v domácí měně, tak i v klíčových volně směnitelných měnách. Český statistický úřad a ČNB uveřejňují běžně platební bilanci v CZK, USD a EUR (pro potřeby srovnání v rámci MMF, EU).

Platební bilance je sestavována podle zásad podvojného účetnictví. Například při vývozu zboží ze země je jednou stranou transakce odeslání zboží (vyjádřeno odpovídající částkou v domácí nebo cizí měně) a druhou stránkou této transakce je odpovídající pohledávka nebo uskutečněná platba. Vlastní vývoz je kreditní položkou a odpovídající platba pohledávky je debetní položkou. I když teoreticky má každá transakce dvě stránky, prakticky je registrována pouze jedna strana transakce (s fyzickým pohybem) a netto změny v aktivech a závazcích. Vzhledem k tomu, že úplné účetní informace nejsou k dispozici o všech transakcích, je nutné některé položky odhadovat. Jsou uvedeny v rubrice „chyby a opomenutí“ a to tak, aby souhrn všech kreditních položek byl roven součtu všech debetních položek a celkový zůstatek (saldo) platební bilance tak byl roven nule.

### 1.3 Horizontální a vertikální struktura platební bilance

V předchozí části jsme si vymezili správné chápání pojmu platební bilance a nyní přejdeme k podrobnějšímu vymezení jednotlivých položek (horizontální struktura) a sloupců (vertikální struktura) platební bilance.

#### **Horizontální struktura platební bilance**

Platební bilance jsou sestavovány a publikovány v rozdílně podrobném členění podle potřeb ekonomické analýzy. Bilance spíše informativního charakteru jsou ve více agregovaném pojetí a obsahují okolo 20 položek. Podrobnější analytické bilance sestavované centrálními institucemi mají obvykle více než 100 položek. Na základě určitých společných znaků je možné jednotlivé položky uspořádat do několika základních skupin:



## Struktura platební bilance<sup>2</sup>

### I. BĚŽNÝ ÚČET (*Current Account*)

- Obchodní bilance (*Trade Balance*)
  - vývoz a dovoz zboží (*Merchandise Exports and Imports*)
- Bilance služeb (*Services*)
  - doprava (*Shipment*)
  - cestovní ruch (*Travel*)
  - ostatní služby (*Other Services*)
- Bilance výnosů (*Income*)
- Běžné (jednostranné) převody (*Transfers*)

### II. KAPITÁLOVÝ ÚČET (*Capital Account*)

### III. FINANČNÍ ÚČET (*Financial Account*)

- Přímé investice (*Direct Investment*)
- Portfoliové investice (*Portfolio Investment*)
- Finanční deriváty (*Financial Derivatives*)
- Ostatní investice (*Other Investment*)

### IV. SALDO CHYB A OPOMENUTÍ, KURZOVÉ ROZDÍLY (*Errors and Omissions*)

### V. ZMĚNA DEVIZOVÝCH REZERV (*Total Change in Reserves*)

## Hlavní účty v platební bilanci

**Běžný účet platební bilance** obsahuje obchodní bilanci, bilanci služeb, bilanci výnosů a běžné převody.

**Obchodní bilance** udává srovnání mezi hodnotou vývozu a dovozu zboží za dané časové období. Přebytek obchodní bilance znamená, že země v daném období vyvezla větší hodnotu zboží, než dovezla, deficit obchodní bilance znamená opak. Pohyb zboží bývá v rámci obchodní bilance dále členěn podle jednotlivých komoditních skupin. Pro průmyslově vyspělé státy je tradiční členění na suroviny, průmyslové zboží, spotřební zboží, zemědělské produkty, výrobní prostředky apod. Z hlediska časového je zboží nejčastěji podchycováno v době svého přechodu přes hranice nebo případně dnem převodu vlastnictví z exportéra na importéra. Z hlediska cenového je nutné vyvarovat se zejména nebezpečí statistických duplicit v podobě dvojího zachycení služeb (zejména dopravních, skladovacích a pojistných nákladů) v ceně zboží a zároveň v položce služby. Z tohoto důvodu se nejčastěji využívá tzv. cena celní

---

<sup>2</sup> Takto obecně vymezená struktura platební bilance neodpovídá zcela přesně struktuře členění platební bilance podle metodiky Mezinárodního měnového fondu, pouze vysvětluje logiku rozdělení jednotlivých transakcí v rámci platební bilance.

hranice dodavatele, která neobsahuje výše zmíněné náklady spojené s pohybem zboží v zahraničí.

**Bilance služeb** udává srovnání mezi hodnotou vývozu a dovozu služeb za dané období. Schodek (deficit) bilance služeb znamená, že země v daném období dovezla větší hodnotu služeb, než vyvezla. Mezi služby se v platební bilanci řadí zejména doprava, cestovní ruch, pojištění, telekomunikace, příjmy a výdaje spojené s diplomatickým a vojenským zastoupením v zahraničí. V posledních letech celkový objem exportu a importu služeb absolutně i relativně (ve vztahu k zahraničnímu obchodu) roste. Nejdynamičtější položkou je cestovní ruch.

**Bilance výnosů** (důchodů) představuje především platby a výnosy z kapitálových investic. Vlastní pohyb kapitálu je však registrován na finančním účtu platební bilance. Import důchodů zahrnuje příjmy (zisky, úroky, dividendy a renty) z investovaného domácího kapitálu v zahraničí. Export důchodů naopak představuje adekvátní výdaje spojené se zahraničními investicemi v domácí ekonomice. Vedle toho jsou v této položce evidovány i zisky z arbitrážních operací s devizami a se zlatem. Jedná se tedy o položku, která je zpětným odrazem předchozího pohybu dlouhodobého a krátkodobého kapitálu. Podobně jako služby zaznamenaly i důchody v posledních dvaceti letech dynamický nárůst vlivem rostoucího významu nadnárodních společností, světové úvěrové expanze a převládajícího systému volně pohyblivých kursů. Nově jsou v bilanci výnosů zachycovány také převody pracovních příjmů.

**Běžné převody** (transfery neboli jednostranné platby) jsou charakteristické tím, že nevedou ke vzniku zahraničních pohledávek nebo zahraničních závazků dané země. Jedná se o značně rozmanitou položku, která bývá dále členěna na transfery oficiální a soukromé, případně na převody věcné a finanční. Mezi nejvýznamnější položky patří hospodářské pomoci, dary, příspěvky nadnárodním (mezinárodním) institucím, alimenty, zahraniční penze atd.

**Bilance běžného účtu** je souhrnem zůstatků (sald) obchodní bilance, bilance služeb, bilance výnosů, k nimž byl přidán zůstatek položky běžných převodů. Zůstatek běžného účtu je tak mírou čistých toků zboží, služeb a převodů mezi danou zemí a zahraničím. Jedná se tedy o souhrn všech hospodářských transakcí s výjimkou kapitálových a finančních toků dané země s cizími zeměmi. Vzhledem k tomu, že dle zásad podvojného účetnictví musí být souhrn kreditních položek roven součtu debetních položek, musí být také souhrn položek nepříslušejících do běžného účtu přesně roven zůstatku běžného účtu. Pomineme-li existenci chyb a opomenutí, musí tedy saldo běžného účtu být kompenzováno opačným saldem kapitálového účtu, finančního účtu a změnou devizových rezerv.

Součástí **kapitálového účtu platební bilance** jsou vedle kapitálových transferů souvisejících s migrací obyvatelstva, promíjením dluhů a vlastnickými právy k základním prostředkům i převody nevýrobních nefinančních hmotných aktiv (pozemky pro zastupitelské úřady, podzemní bohatství) a nehmotných práv (patenty, autorská práva atd.).

**Finanční účet platební bilance** zahrnuje toky investic mezi domácí ekonomikou a zahraničím. V rámci finančního účtu rozlišujeme přímé investice, portfoliové investice, finanční deriváty a ostatní investice. Kritériem pro zařazení kapitálového toku do přímých investic je stupeň kontroly zahraničního podniku. Přímé investice je možné charakterizovat jako investice, při kterých investoři získávají takový podíl na základním jmění zahraničního podniku, který jim umožní jeho kontrolu. Teoreticky by se mělo jednat o získání 51% podílu na základním kapitálu. Prakticky však většina zemí zařazuje do přímých investic pohyb kapitálu, při kterém se jedná o získání alespoň 10% podílu na celkovém akciovém kapitálu. Portfoliové neboli nepřímé investice představují nákup obligací (zahraničních podniků, vlád atd.) a nákup akcií, pokud není splněna spodní hranice pro zařazení do přímých investic. Ostatní investice zahrnují dlouhodobé a krátkodobé poskytování a čerpání mezivládních

úvěrů, dodavatelských úvěrů, mezibankovních úvěrů atd. V této položce jsou zahrnuty i některé kapitálové operace centrální banky, které nejsou zachyceny v položce devizové rezervy. Za krátkodobé investice považujeme investice se splatností kratší než jeden rok (krátkodobé obchodní úvěry, pohyb krátkodobých depozit, prodej a nákup krátkodobých cenných papírů, krátkodobé bankovní úvěry, obchod s devizami atd.).

**Devizovými rezervami** chápeme likvidní devizová aktiva centrálních bank, případně jiných oficiálních institucí. Centrální banky drží ve svém portfoliu reálná devizová aktiva (cizí volně směnitelné měny v hotovosti nebo na účtech u zahraničních bank, zlato, státní cenné papíry cizích vlád atd.) a mají k dispozici i tzv. potencionální devizové facility (možnost úvěrového čerpání devizových zdrojů u Mezinárodního měnového fondu do předem stanoveného limitu). Pohyb devizových rezerv úzce souvisí s intervenční činností centrální banky na devizovém trhu. Centrální banka nakupuje a prodává devizy ve snaze stabilizovat devizovou nabídku a poptávku (resp. devizový kurz své národní měny). Snížení devizových rezerv zároveň představuje zvýšení nabídky deviz na devizovém trhu a tlak na zhodnocení kurzu domácí měny. Naopak zvýšení devizových rezerv je spojeno na devizovém trhu s růstem devizové poptávky a s tlakem na znehodnocení kurzu domácí měny. Ve struktuře platební bilance tvoří operace s devizovými rezervami jednoznačně kompenzační položku, položku vzniklou aktivitou centrální banky s cílem vyrovnat platební bilanci, resp. vytvořit předpoklady pro vlastní zahraniční měnově-politické záměry. Změna devizových rezerv obvykle odpovídá deficitu (přebytku) ekonomiky z transakcí na běžném, kapitálovém a finančním účtu. Přebytek se odrazí ve zvýšení devizových rezerv, deficit naopak v jejich snížení. V platební bilanci se projeví snížení devizových rezerv na straně kreditní, neboť znamená zvýšení nabídky deviz prodejem devizových rezerv, naopak zvýšení devizových rezerv se projeví na straně debetní.

**Chyby a opomenutí** jsou zůstatkovou položkou, kterou se dosáhne vyrovnání souhrnu kreditních a debetních položek ostatních čtyř hlavních účtů platební bilance. Jedná se v podstatě o míru nepřesnosti. Je-li například souhrn kreditních položek větší než souhrn položek debetních, chyby a opomenutí budou mít znaménko mínus a hodnotu rovnu rozdílu (naopak v opačném případě). Tato položka úzce souvisí se způsobem konstrukce platební bilance a odráží skutečnost, že ne všechny transakce jsou náležitě zaznamenány. Největším zdrojem chyb je finanční účet platební bilance. Problémem není pouze nižší úroveň statistických služeb v hospodářsky méně vyspělých zemích, ale i statistika ekonomicky vyspělých zemí. Například USA a Švýcarsko do svých statistik platební bilance nezahrnují transakce mezi cizinci, i když byly uskutečněny na jejich území. Sporadicky nebo vůbec neposkytují údaje některá off-shore (netradiční) finanční centra jako Bahamy, Portoriko, Kajmanské ostrovy apod. Součástí této položky jsou i **kurzové rozdíly**, které představují hodnotové změny v devizových rezervách. Ty zachycují kvantitativní změny v devizových rezervách, které vyplývají z pohybu devizových kurzů a cen zlata.

Součet sald běžného, kapitálového a finančního účtu, plus položka chyb a opomenutí, je často nazýván **všeobecnou bilancí mezinárodních plateb**. Mluví-li se bez dalšího upřesnění o přebytku či schodku platební bilance, jde většinou o zůstatek takto definované všeobecné bilance mezinárodních plateb. Pozitivní saldo této bilance je kompenzováno nárůstem devizových rezerv, negativní saldo naopak jejich úbytkem.

## Vertikální struktura platební bilance

Kromě horizontální struktury, která je reprezentována jednotlivými položkami a jejich systematickým řazením má platební bilance i svou vertikální strukturu. Metodicky se vertikální struktura opírá o záznam jednotlivých operací na principu podvojného účetnictví.

### Kredit a debet platební bilance

Základem vertikální struktury platební bilance je rozdělení všech operací do dvou skupin, na kreditní a debetní. Za kritérium členění všech operací na kreditní a debetní považujeme vztah příslušné operace k devizové nabídce a poptávce. Zatímco **kreditní operace** vytváří na trhu devizovou nabídku, **debetní operace** představují devizovou poptávku.<sup>3</sup>

Tabulka č. 1.1: Kredit a debet platební bilance

<b>kredit (+)</b> <b>(nabídka deviz)</b>	<b>debet (-)</b> <b>(poptávka po devizách)</b>
export zboží	import zboží
export služeb	import služeb
import důchodů	export důchodů
import transferů	export transferů
import kapitálu	export kapitálu
snížení devizových rezerv	zvýšení devizových rezerv

Z tabulky je zřejmé, že za kreditní je považována každá transakce, která znamená výplatu peněz zahraničním subjektem subjektu v České republice. Naopak debetní položkou je každá transakce, která znamená výplatu peněz rezidentem České republiky zahraničnímu subjektu. Z uvedeného vyplývá, že jednotícím kritériem pro rozdělení položek na kreditní a debetní je skutečně vztah příslušné operace k devizové nabídce či poptávce. Není tedy rozhodující, zda se jedná o export či import nebo zda dochází k růstu či snížení zahraničního zadlužení. Export zboží a import kapitálu mohou proto vystupovat společně na kreditní straně, protože působí ve směru zvýšení nabídky deviz. Znaménka označující kreditní a debetní operace tudíž nemají nic společného s hodnocením, zda daná transakce byla z ekonomického hlediska „dobrá“ nebo „špatná“. Například investice úspěšné české firmy do zahraničních cenných papírů se tak promítne jako debetní, zatímco čerpání úvěru české firmy od zahraniční banky bude zanesena jako kreditní.

## 1.4 Vymezení salda platební bilance

Nyní si ukážeme princip konstrukce platební bilance a vymezení salda platební bilance. V tabulce 1.2 je zachycena základní struktura platební bilance v agregované podobě. Pro větší názornost dalšího výkladu jsme ukázkovou platební bilanci vyplnili konkrétními čísly, která odrážejí zahraničně obchodní činnost hypotetické české firmy.

<sup>3</sup> JANKOVSKÁ, A., SPONER, M.: *Mezinárodní finance*. Brno, Masarykova univerzita, 1999, s. 21.

**Tabulka 1.2: Princip podvojného záznamu PB a vymezení salda PB**

	kredit (+)	debet (-)	saldo
<b>bilance zboží</b>	2 500 000		
<b>bilance služeb</b>		25 000	+ 2 475 000
<b>bilance výnosů</b>	40 000		
<b>bilance transferů</b>		50 000	+ 2 465 000
<b>přímé investice</b>		2 000 000	
<b>portfoliové investice</b>		200 000	+ 265 000
<b>ostatní krátkodobé investice</b>	200 000	2 200 000	
	25 000	40 000	- 1 750 000
<b>devizové rezervy</b>	50 000	300 000	
	2 000 000		

Námi uvažovaná hypotetická česká firma realizovala například vývoz zboží v celkové hodnotě 2 500 000 USD, přičemž 300 000 USD bylo inkasováno promptně a na zbylých 2 200 000 USD byl poskytnut krátkodobý obchodní úvěr. Promptně inkasovanou částku 300 000 USD firma vyměnila u jedné z našich komerčních bank za české koruny. Tato banka USD dále prodala ČNB, čímž došlo ke zvýšení devizových rezerv o uvedených 300 000 USD. Firma zaplatila výdaje ve výši 25 000 USD spojené se služebním pobytem svého vedoucího pracovníka na Bahamách ze svých prostředků uložených ve švýcarské obchodní bance. Během roku firma inkasovala dividendy ve výši 40 000 USD ze své investice v zahraničí a tyto prostředky uložila na své švýcarské konto. Naše firma dále během roku zaslala 50 000 USD humanitární pomoci obětem války v Afghánistánu a převedla 2 000 000 USD jako počáteční kapitálový vklad na vznik své zahraniční pobočky na Ukrajině. USD pro tyto operace firma nakoupila opět u některé z českých komerčních bank, která je získala u ČNB směnou za české koruny. Firma v daném roce rovněž investovala 200 000 USD do nákupu obligací firmy VW, které uhradila ze svého účtu ve Švýcarsku. Všechny uvedené transakce jsou zachyceny na principu podvojného účetnictví v naší ukázkové platební bilanci.

**Saldo platební bilance** nelze zásadně získat jako rozdíl celkových součtů kreditního a debetního sloupce, neboť platební bilance je (jak už bylo uvedeno) konstruována na principu podvojného účetnictví a každá operace je tedy zachycena jednou v debetním a jednou v kreditním sloupci. Rozdíl obou sloupců proto musí být vždy nulový. Součtem údajů v jednom nebo druhém sloupci je možné získat pouze veličinu celkového obratu platební bilance.

Salda je možné v zásadě stanovit dvěma způsoby. První možností je sestavení tzv. **dílčích sald** na úrovni jednotlivých položek platební bilance. Dílčí salda platební bilance lze získat jako rozdíl kreditu a debetu příslušné položky (případně skupiny položek). Například saldo kapitálového účtu získáme jako rozdíl kreditu a debetu u položek kapitálového účtu. Analogicky zjistíme také další dílčí salda (bilance zboží, služeb, transferů a důchodů, běžného účtu apod.).

Druhou skupinu sald tvoří tzv. **kumulativní salda platební bilance**. Technicky se sestavují tak, že vedeme pomyslnou čáru horizontálním směrem a rozdělíme tak platební bilanci do dvou relativně samostatných okruhů. První okruh platební bilance tvoří položky nad čarou a

druhý okruh tvoří položky pod čarou. Podstatná je u vymezení kumulativních sald skutečnost, že sledujeme nejen samotnou výši salda, ale především to, jak je saldo položek nad čarou vyrovnáno položkami pod čarou, tzn. jejich vzájemné vztahy. Teoreticky lze vést tuto pomyslnou čáru pod každou položkou platební bilance (s výjimkou poslední). Takovéto podrobné členění platební bilance však nemá teoretický ani praktický význam, protože pouze vybraná kumulativní salda mají svou vypovídací schopnost. Uveďme si proto pouze čtyři nejvýznamnější typy sald, které jsou běžně využívány ekonomickou praxí. Jsou to:

1. **Saldo výkonové bilance**, kdy je pomyslná čára vedena pod položkou služby (2 475 000).
2. **Saldo běžné bilance**, kdy je pomyslná čára vedena pod položkou transfery (2 465 000).
3. **Saldo základní bilance**, kdy je pomyslná čára vedena pod položkou dlouhodobého kapitálu (265 000).
4. **Saldo maximální likvidity**, kdy je pomyslná čára vedena pod položkou krátkodobého kapitálu (-1 750 000).

## 1.5 Ekonomická analýza kumulativních sald platební bilance<sup>4</sup>

Po vysvětlení způsobu vymezení jednotlivých kumulativních sald platební bilance se nyní budeme zabývat jejich ekonomickou interpretací. Prostřednictvím jednotlivých sald je možné získat základní ekonomické informace o minulém vývoji národního hospodářství v oblasti vnějších ekonomických vztahů, které se využívají při formulaci budoucí fiskální, měnové a v rámci ní kurzové politiky. Význam kumulativních sald platební bilance však nelze omezit pouze na oblast vnějších ekonomických vztahů, ale je nutné analyzovat i jejich vazby na vnitřní ekonomické prostředí. Volba příslušného kumulativního salda platební bilance by měla být vždy podřízena záměrům makroekonomické analýzy. Makroekonomická analýza platební bilance se snaží především zjistit, do jaké míry byl vývoj platební bilance rovnovážný z pohledu hmotných a devizových toků, jakým způsobem výsledné saldo ovlivnilo vnitřní měnovou rovnováhu, pohyb úrokové míry, hospodářský růst a pohyb devizového kurzu a jak se změnila devizová pozice státu a jeho hlavních ekonomických subjektů (vlády, centrální banky, komerčních bank, podniků a obyvatelstva).

### Saldo výkonové bilance

$$EX - IM = - (V + T + DK + KK + DR)$$

Rovnice salda výkonové bilance vyjadřuje, že změna v prvním okruhu platební bilance vyvolaná exportem a importem zboží a služeb (EX, IM) se s obráceným znaménkem kvantitativně rovná změně ve druhém okruhu platební bilance, který je tvořen čistým pohybem výnosů (V), transferů (T), dlouhodobého kapitálu (DK), krátkodobého kapitálu (KK) a devizových rezerv (DR).

Položky nad čarou zachycují všechny toky zboží a služeb mezi národní ekonomikou a zahraničím v peněžním vyjádření. Vedle pohybu zboží a služeb z titulu zahraničního obchodu jsou zde obsaženy i pohyby věcných transferů (např. věcných darů) a reálných investic, jako protipól k transferovým a kapitálovým účtům. Existuje zde tedy zřejmá návaznost na základní makroekonomický agregát hrubý domácí produkt. Saldo výkonové bilance tvoří v otevřené ekonomice spojovací můstek mezi hrubým domácím produktem a celkovými domácími

---

<sup>4</sup> Zpracováno podle: JANKOVSKÁ, A., SPONER, M.: *Mezinárodní finance*. Brno, Masarykova univerzita, 1999, s. 23 - 29.

výdaji. Platí, že celkové domácí výdaje (CDV) se rovnají hrubému domácímu produktu (Y) plus import zboží a služeb (IM) minus export zboží a služeb (EX):

$$\mathbf{CDV = Y + IM - EX}$$

Chceme-li sledovat reálný vývoj celkových domácích výdajů (cdv) v čase, tzn. vývoj celkové reálné domácí spotřeby (cde), je nutné běžné hodnoty CDV a Y očistit o inflaci pomocí deflátoru hrubého domácího produktu ( $D_Y$ ). Současně je nutné očistit běžné hodnoty exportu a importu zboží a služeb pomocí indexů růstu exportních a importních cen ( $I_{EX}$ ,  $I_{IM}$ ). Reálné veličiny si označíme malými písmeny:

$$\mathbf{cdv = \frac{Y}{D_Y} + \frac{IM}{I_{IM}} - \frac{EX}{I_{EX}}}$$

$$\mathbf{cdv = y + im - ex}$$

Prostřednictvím salda výkonové bilance je možné definovat také rovnováhu exportních a importních toků zboží a služeb v běžných cenách:

$$\mathbf{EX - IM = 0}$$

Tuto rovnováhu lze vyjádřit ve formě podílu následovně:

$$\mathbf{\frac{EX}{IM} = \frac{I_{EX}}{I_{IM}} * \frac{ex}{im} = 1}$$

Z výše uvedené rovnice rovnováhy je odvozen významný ukazatel efektivnosti zahraničního obchodu tzv. **směnné relace** (Terms of Trade). Směnné relace jsou definovány jako podíl indexů exportních a importních cen. Zhoršení směnných relací (kvantitativní pokles tohoto ukazatele) je nutné kompenzovat růstem reálného exportu nebo poklesem reálného importu, aby rovnováha výkonové bilance v běžných cenách byla nadále zachována. Dále platí, že snaha o udržení rovnováhy výkonové bilance v podmínkách poklesu směnných relací se musí nutně odrazit ve snížení celkových reálných domácích výdajů, pokud nedojde k adekvátnímu růstu reálného hrubého domácího produktu. Zhoršení směnných relací tedy vede (za jinak nezměněných podmínek) k poklesu disponibilních zdrojů pro domácí spotřebu. Tento pokles je možné vypočítat, za předpokladu rovnováhy výkonové bilance ( $EX = IM$ ), následovně:

$$\mathbf{cde = cdv = y + (I_{TT} - 1) * ex ,}$$

kde  $I_{TT}$  - **index směnných relací**.

Přestože uvedený předpoklad rovnováhy výkonové bilance ( $EX = IM$ ) většinou neplatí v každém roce, je možné konstatovat, že pro většinu zemí se v dlouhém období celkový import zboží a služeb blíží celkovému exportu zboží a služeb.

Závěrem je nutné upozornit na skutečnost, že rovnováhu výkonové bilance v běžných zahraničních cenách nelze zaměňovat s devizovou rovnováhou platební bilance, jelikož v prvním okruhu výkonové bilance nejsou zahrnuty důchodové a transferové devizové pohyby. Obdrží-li například země finanční hospodářskou pomoc, za kterou nakoupí zboží v zahraničí, bude saldo výkonové bilance záporné, i když devizová rovnováha platební bilance bude zjevně zachována. Podobně by tomu bylo i v případě devizových příjmů z importu důchodů a jejich zpětného použití na nákup zboží v zahraničí.

### Saldo běžné bilance

$$EX - IM + V + T = -(DK + KK + DR)$$

Vymezení salda běžné bilance předpokládá přesun položek výnosů a transferů na levou stranu rovnice mezi položky prvního okruhu. Na pravé straně rovnice mezi položkami pod čarou zůstává dlouhodobý a krátkodobý kapitál a pohyb devizových rezerv.

Mnoho ekonomů považuje tento typ salda za ideální pro analýzu devizové rovnováhy platební bilance. Důvodem je skutečnost, že saldo běžné bilance má bezprostřední návaznost na bilanci stavu celkového zahraničního zadlužení země. Nulové saldo běžné bilance nám říká, že se celkový stav zahraniční zadluženosti země nezměnil. Aktivní saldo představuje růst čistých zahraničních pohledávek a pasivní saldo naopak růst čistých zahraničních závazků.

Spornou otázkou je, zda rovnováha běžné bilance je udržitelná v relativně dlouhém období bez potřeby dodatečných změn devizového kurzu, cenové hladiny, důchodu nebo úrokových sazeb. Určitý rozpor této rovnováhy může být skryt na pravé straně rovnice mezi položkami pod čarou.

Z hlediska platební schopnosti země je problematická zejména následující varianta:

rovnice celkové rovnováhy:  $EX - IM + V + T = 0$

zjednodušující podmínka:  $DR = 0$

podmínky dílčí nerovnováhy:  $DK < 0, KK > 0$ .

V tomto případě je jednostranný růst krátkodobých závazků kompenzován růstem dlouhodobých pohledávek a může v budoucnosti ohrozit platební schopnost země. Tato situace by mohla vést k růstu úrokových sazeb a ke znehodnocení devizového kurzu. Uvedený problém se prohlubuje při nízké bonitě zahraničních pohledávek, opakujících se odkladech doby splatnosti atd. Proto, provádíme-li analýzu rovnováhy platební bilance prostřednictvím salda běžné bilance, je nutné kromě samotného salda sledovat i vývoj poměru pohybu dlouhodobého a krátkodobého kapitálu.

Příkladem této situace může být země, která je závislá na dovozu surovin, a naopak na straně exportu je převážně zaměřena na vývoz strojů, investičních celků apod. V případě dovozu surovin musí totiž být závazek devizově uhrazen téměř okamžitě, kdežto uvedené vývozy jsou obvykle realizovány na střednědobý, resp. dlouhodobý obchodní (dodavatelský) úvěr a tedy s pozdějším devizovým inkasem.



Druhou problémovou situací skrývající se pod rovnováhou běžné bilance je možné formálně vyjádřit následovně:

rovnice celkové rovnováhy:  $EX - IM + V + T = 0$

zjednodušující podmínka:  $DK = 0$

podmínky dílčí nerovnováhy:  $DR > 0, KK < 0$ .

Jde o situaci, kdy odliv krátkodobého kapitálu je kompenzován snižováním domácích devizových rezerv. V praxi může tato varianta nastat v případě, kdy se centrální banka bude snažit vyrovnávat odliv spekulativního kapitálu devizovými intervencemi proti znehodnocení devizového kurzu domácí měny. Přestože základní bilance je vyrovnaná, může dojít ke znehodnocení devizového kurzu domácí měny nebo k růstu domácích úrokových sazeb v případě, že centrální banka nebude mít dostatek zdrojů na devizové intervence proti znehodnocení devizového kurzu.

Jak jsme již uvedli, jedním z důležitých úkolů analýzy salda platební bilance je i posouzení změny devizové pozice státu (DPS) a jeho jednotlivých subjektů, tzn. vlády (DPV), centrální banky (DPCB), komerčních bank (DPB), podniků (DPP) a obyvatelstva (DPO). K tomuto účelu je vhodné použít právě saldo běžné bilance, které nám zachycuje změnu devizové pozice státu jako celku. Požadované desagregace změny celkové devizové pozice státu na změny v devizových pozicích jednotlivých subjektů dosáhneme provedením příslušných úprav u položek pod čarou, kdy nahradíme objektově-subjektové členění důslednou subjektovou klasifikací:

$$EX - IM + V + T = - (DPS) = - (DPV + DPCB + DPB + DPP + DPO)$$

Předností vymezení platební bilance v této struktuře je, že poskytuje přesnou informaci o tom, jak saldo prvního okruhu platební bilance bezprostředně ovlivnilo devizovou pozici jednotlivých subjektů v ekonomice.

### **Saldo základní bilance**

$$EX - IM + V + T + DK = - (KK + DR)$$

Na rozdíl od předchozího salda běžné bilance předpokládá vymezení salda základní bilance přesun položky dlouhodobého kapitálu na levou stranu rovnice mezi položky nad čarou.

Někteří analytici se domnívají, že saldo základní bilance je z hlediska vyjádření celkové devizové rovnováhy země v mnoha směrech vhodnější než saldo běžné bilance. Zařazení přímých a nepřímých investic mezi financující položky pod čarou je chápáno jako nesprávné, jelikož ve většině případů pohyb těchto položek vede k trvalému přerozdělení zdrojů mezi národní ekonomikou a zahraničím. Zároveň je argumentováno i skutečností, že vzájemné kompenzování přebytků (schodků) běžné bilance s deficitem (aktivy) bilance dlouhodobého kapitálu je dlouhodobě možné, může být dokonce strategickým záměrem hospodářské politiky.

Dlouhodobý vývoj platebních bilancí některých zemí (např. SRN, Japonsko) tento názor potvrzuje. U těchto zemí jsou stabilní přebytky běžných bilancí kompenzovány vývozem dlouhodobého kapitálu. Opačný vývoj v relativně dlouhém období vykazovaly např. platební bilance Jižní Koreje a Irsko. Tyto země až do konce 80. let kompenzovaly čisté deficity svých běžných bilancí dovozem přímých a nepřímých investic.

S uvedenými argumenty lze proto do určité míry souhlasit, nicméně je nutné upozornit na některé problémy této koncepce. Je zřejmé, že zastánci salda základní bilance zařazují mezi položky nad čarou pouze ty kapitálové toky, u kterých je předpoklad určité trvalosti (nenávratnosti), tzn. přímé a část nepřímých investic. Ostatní dlouhodobé kapitálové toky (dlouhodobé obchodní a finanční úvěry, nákup a prodej obligací) jsou zjevně financující a musí proto nutně zůstat mezi položkami pod čarou.

Uváděné pohledy jsou rovněž do značné míry statické. Pomineme-li případ, kdy nakoupené akcie domácího podniku zahraničním investorem mohou být kdykoliv zpětně prodány, tak v žádném případě nelze podceňovat problém zpětného budoucího transferu výnosů. Trvalý jednostranný dovoz dlouhodobého kapitálu skrytě zakládá tlak na deficity platebních bilancí v příštích letech prostřednictvím exportu výnosů (zisku, dividend a úroků) do zahraničí. Tento problém však závisí i na mnoha jiných faktorech, zejména do jaké míry budou podniky se zahraniční kapitálovou účastí exportně zaměřeny, a dále např. jaký podíl výrobních vstupů si tyto podniky budou zajišťovat z domácího a zahraničního trhu.

Celkové shrnutí dopadu přímých a nepřímých zahraničních investic na saldo platební bilance v krátkém a dlouhém období je možné provést následovně:

### 1. rok (krátké období)

aktivní saldo	pasivní saldo
<ul style="list-style-type: none"> <li>- tvorba základního kapitálu zahraničním investorem</li> <li>- ostatní náklady spojené se zakládáním podniku hrazené zahr. investorem</li> </ul>	

### Dlouhodobý pohled

aktivní saldo	pasivní saldo
<ul style="list-style-type: none"> <li>- rozšíření základního kapitálu zahraničním investorem</li> <li>- export zboží a služeb</li> <li>- omezení předchozího dovozu</li> <li>- čerpání zahr. úvěrů</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- zpětný prodej základního kapitálu zahraničním investorem devizovým tuzemcům</li> <li>- zpětný transfer zisku v podobě dividend a úroků</li> <li>- nákup výrobních vstupů v zahraničí</li> <li>- splácení jistin úvěrů</li> </ul>

## Saldo maximální likvidity

$$EX - IM + V + T + DK + KK = - (DK_{CEB} + KK_{CEB} + DR)$$

Proti předchozímu saldu základní bilance předpokládá saldo maximální likvidity přesun krátkodobého kapitálu na levou stranu rovnice mezi položky nad čarou a zároveň předpokládá ponechání všech kapitálových operací centrální banky, nezahrnovaných do devizových rezerv, na pravé straně rovnice, tzn. pod čarou.

Rovnováha platební bilance definovaná na úrovni salda maximální likvidity nastává podobně jako v předchozích případech, pokud se pravá i levá strana rovnice rovnají nule. Vypovídací schopnost takto vymezeného salda je však sporná, což je možné názorně ukázat na následujícím příkladě:

rovnice celkové rovnováhy:  $EX - IM + V + T + DK + KK = 0$

zjednodušující podmínka:  $DK = 0$

podmínky dílčí nerovnováhy:  $EX - IM + V + T < 0$

$$KK > 0.$$

Z tohoto příkladu je zřejmé, že pod nulovým saldem maximální likvidity se v prvním okruhu platební bilance může skrývat nerovnováha běžné bilance kompenzovaná krátkodobým kapitálem. V našem konkrétním případě je deficit běžných položek vyrovnáván čistým dovozem krátkodobého kapitálu, což představuje faktický růst krátkodobého zahraničního zadlužení země při současné stabilitě devizových rezerv. Z uvedeného vyplývá, že nulové saldo maximální likvidity zdaleka nezaručuje rovnovážný stav platební bilance, který příslušná země může dlouhodobě udržovat bez výraznějších změn ve vývoji jednotlivých položek.

Významná úloha salda maximální likvidity spočívá zejména v jeho využití při analýze vazby salda platební bilance na vnitřní měnovou rovnováhu. Saldo maximální likvidity je nulové pouze v případě, pokud centrální banka nenakupuje nebo neprodává devizy na devizovém trhu, tzn. pokud centrální banka neprovádí devizové intervence a aplikuje tak v rámci systému devizového kurzu své národní měny čistý floating. V tomto případě tudíž nedochází ani ke změnám v domácí peněžní zásobě. Při aktivním saldu maximální likvidity centrální banka provádí nákup deviz, současně prodává domácí měnu a zvyšuje tím domácí peněžní zásobu. Při pasivním saldu maximální likvidity naopak centrální banka prodává devizy, čímž dochází k dodatečným nákupům domácí měny a ke snížení domácí peněžní zásoby.

Závěrem je nutné upozornit na dvě důležité okolnosti.

1. Rovnováha salda maximální likvidity v devizovém vyjádření nemusí nutně znamenat nulový efekt na peněžní zásobu. Příčinou je pohyb devizového kurzu během roku. Například v případě devizové rovnováhy při 10 mld. USD exportu a 10 mld. USD importu zboží a služeb, nelze vyloučit, že v prvním případě centrální banka dolary nakupovala při kurzu 20 Kč za USD a ve druhém případě prodávala při kurzu 16 Kč za USD. Z pohledu vnitřní měnové rovnováhy je v tomto případě saldo maximální likvidity aktivní 40 mld. Kč, i když devizové saldo je nulové. Tvrzení o vazbě pohybu měnové báze na saldo maximální likvidity je proto nutné upřesnit v tom směru, že mluvíme o saldu maximální likvidity v domácí měně.

2. Dopad salda maximální likvidity na peněžní zásobu má dvě fáze, změnu měnové báze (hotovost mimo centrální banku a rezervy obchodních bank) a multiplikační proces. Aktivní saldo maximální likvidity vede k adekvátnímu rozšíření měnové báze, zatímco pasivní saldo platební bilance vede k adekvátnímu zúžení měnové báze. Tím dochází k primární expanzi nebo kontrakci peněžního oběhu, která se projeví ve změně hotovosti nebo rezerv obchodních bank. Uváděná analýza by však nebyla úplná, kdybychom se nezmínili o existenci sekundární bezhotovostní peněžní expanze či kontrakce, která je uskutečňována prostřednictvím rozšířené či snížené úvěrové činnosti obchodních bank a s tím spojené multiplikace či demultiplikace depozit.

### **Shrnutí kapitoly**

Mezinárodní finance je možné chápat jako systém peněžních (zejména měnových a úvěrových) vztahů, jejichž prostřednictvím dochází k pohybu peněžních fondů v mezinárodním měřítku (mezi domácími a zahraničními subjekty a mezi zahraničními subjekty navzájem).

V současném pojetí rozumíme pod pojmem platební bilance systematický statistický záznam všech ekonomických transakcí, které byly uskutečněny mezi devizovými tuzemci a cizozemci za určité zvolené období. Platební bilance jsou sestavovány a publikovány v rozdílně podrobném členění podle potřeb ekonomické analýzy.

Základem vertikální struktury platební bilance je rozdělení všech operací do dvou skupin na kreditní a debetní. Za kritérium členění operací na kreditní a debetní považujeme vztah příslušné operace k devizové nabídce a poptávce. Zatímco kreditní operace vytváří na trhu devizovou nabídku, debetní operace představují devizovou poptávku.

Saldo platební bilance zásadně nelze získat jako rozdíl celkových součtů pravého a levého sloupce, neboť platební bilance je konstruována na principu podvojného účetnictví a každá operace je tedy zachycena jednou v debetním a jednou v kreditním sloupci. Rozdíl obou sloupců proto musí být vždy nulový. Součtem údajů v jednom nebo druhém sloupci je možné získat pouze veličinu celkového obratu platební bilance. Salda je možné v zásadě stanovit dvěma způsoby. První možností je sestavení tzv. dílčích sald na úrovni jednotlivých položek platební bilance. Druhou skupinu sald tvoří tzv. kumulativní salda platební bilance.

### **Otázky k zamyšlení**

1. Vysvětlete, co pro vás znamenají mezinárodní finance.
2. Definujte pojem platební bilance.
3. Vysvětlete rozdíl mezi devizovými tuzemci a devizovými cizozemci.
4. Jak je členěna platební bilance ve své horizontální podobě?
5. Co je základním kritériem pro členění operací na kreditní a debetní?
6. Jakými způsoby můžeme sestavit saldo platební bilance?

### **Pojmy k zapamatování**

- mezinárodní finance,
- devizový tuzemec,
- devizový cizozemec,

- platba,
- platební bilance,
- obchodní bilance,
- přímé investice,
- portfoliové investice,
- devizové rezervy,
- kreditní operace,
- debetní operace,
- dílčí saldo platební bilance,
- kumulativní saldo platební bilance,
- index směnných relací.

## 2 DEVIZOVÉ KURZY A DETERMINANTY DEVIZOVÝCH KURZŮ

### Cíl kapitoly

Cílem následující kapitoly je vysvětlit základní otázky teorie devizových kurzů. Seznámíme se s tím, jak se devizové kurzy tvoří na devizovém trhu, které faktory ovlivňují jejich rovnovážnou úroveň, a jak moderní teorie devizových kurzů vysvětlují jejich změny v krátkém i dlouhém období.

### Časová zátěž

Tuto kapitolu doporučujeme studovat ve třetím až pátém týdnu semestru v celkovém rozsahu 20 hodin.

### 2.1 Vymezení základních pojmů

Devizové kurzy spojují vnitřní ekonomiku s vnějším okolím a zprostředkovávají tak vliv vnějších ekonomických vztahů na domácí ekonomické procesy. Svými důsledky se dotýkají nejen finančního hospodaření státu a podniků, ale i spotřebitelů. Úroveň devizových kurzů a jejich změny působí na ceny dovozu a vývozu zboží a služeb (ovlivňují relativní cenu domácího a zahraničního zboží). Devizový kurz je také jedním z důležitých faktorů, které ovlivňují rozhodování zahraničních investorů.

**Devizový kurz** má svou kvantitativní a kvalitativní stránku. Z kvantitativního hlediska se jeví jako jednoduchá veličina, která **udává, v jakém poměru se zahraniční měnové jednotky vzájemně přepočítávají a směňují**. Devizový kurz udává, kolik domácích peněžních jednotek (např. CZK) je potřeba zaplatit za jednu zahraniční peněžní jednotku (např. EUR), nebo naopak, kolik zahraničních peněžních jednotek stojí jedna domácí peněžní jednotka, případně jaký je kvantitativní vztah mezi různými zahraničními měnami (např. mezi USD, EUR, JPY, CHF, GBP apod.).

Devizové kurzy je možné zapisovat (kotovat) dvěma způsoby, prostřednictvím tzv. přímého kurzového záznamu, nebo formou tzv. nepřímého kurzového záznamu. **Přímý kurzový záznam** (přímá kotace devizového kurzu) představuje cenu zahraničních měnových jednotek vyjádřenou v domácí měně a **nepřímý kurzový záznam** (nepřímá kotace devizového kurzu) představuje cenu domácí měnové jednotky vyjádřenou v zahraniční měně:

$$1 \text{ EUR} = 25,460 \text{ CZK (přímý kurzový záznam)}$$

$$1 \text{ CZK} = 0,039 \text{ EUR (nepřímý kurzový záznam)}$$

Pokud však budeme chtít odpovědět na otázku, proč v určitém okamžiku (nebo v průměru za určité období) je stanovený kvantitativní vztah mezi různými měnami právě na dané úrovni, musíme posuzovat devizový kurz z jeho kvalitativní stránky a vysvětlit, které faktory určují rovnovážnou úroveň devizového kurzu a jeho změny v daných měnových, ekonomických a politických podmínkách. Začneme poznávat **devizový kurz jako složitou měnovou veličinu, která vyjadřuje cenu zahraničních měnových jednotek v národní měně, nebo cenu národní měnové jednotky v zahraničních měnách**. Tato cena se tvoří rozdílně podle toho, zda se jedná o měnu směnitelnou nebo nesměnitelnou.

Měny, které jsou používány nejen ve vnitřním peněžním oběhu, ale fungují i v mezinárodním platebním styku bez podstatnějších zábrán a teritoriálních či jiných omezení, jsou **externě směnitelnými měnami**. Znamená to, že danou národní měnou mohou bez omezení disponovat také devizoví cizozemci (právnícké i fyzické osoby), a to při běžných a často i kapitálových operacích. Vedle externě směnitelných měn rozlišujeme **interně směnitelné měny**, které jsou používány pouze ve vnitřním peněžním oběhu (pokud jsou používány i v mezinárodním platebním styku, pak je to pouze s různými omezeními). S těmito měnami nemohou disponovat devizoví cizozemci. Devizoví tuzemci (právnícké i fyzické osoby) však mohou reálně nabývat a používat zahraniční měny k úhradě svých závazků do zahraničí.

Pokud je měna směnitelná, utváří se její devizový kurz na devizovém trhu jako cena deviz. Zahraniční měny zde vystupují ve své bezhotovostní podobě, ve formě deviz. Kurz, který se vytváří podle vývoje nabídky a poptávky představuje cenu deviz a označuje se jako kurz deviz (devizový kurz). Vztahuje se ke konkrétní devize a konkrétnímu devizovému trhu. Někdy se setkáváme rovněž s pojmem kurz valut (valutový kurz). Je to kurz vyjadřující poměr, ve kterém se směňují hotovostní peníze, zejména bankovky.

Externě směnitelné měny jsou obchodovatelné na mezinárodních devizových trzích. Poptávku a nabídku deviz zde vytvářejí zejména velké obchodní banky různých zemí a centrální banky. Měny s vnitřní směnitelností nejsou obchodovatelné na mezinárodních devizových trzích, jejich kurz se tvoří na domácím devizovém trhu. Jeho subjekty jsou zejména domácí komerční banky zastupující domácí podnikovou klientelu a domácí centrální banka.

Devizové kurzy směnitelných měn se na devizových trzích neustále mění, oscilují kolem své základní úrovně. Pokles hodnoty měny je označován jako **depreciace** (zhodnocení) měny. Zvýšení hodnoty měny je označováno jako **apreciace** (zhodnocení) měny. Apreciace a depreciace devizového kurzu je způsobena působením tržních faktorů na vývoj devizového kurzu. Naproti tomu v případě změny ústředního kurzu (v systému pevných kurzů) zásahem centrální autority (centrální banky) mluvíme o **devaluaci** a **revaluaci** měny.

Devizové kurzy **nesměnitelných měn** se netvoří na devizovém trhu. Vyjadřují se administrativně jako „ceny“ deviz, nejčastěji metodou parity kupní síly. Tyto měny krátkodobě a někdy ani dlouhodobě nemění svoji vnější oficiální hodnotu. Změny jejich devizových kurzů se vyjadřují různými koeficienty nebo pomocí přírážek a srážek, jimiž se skrytě koriguje oficiálně stanovený kurz. Otázkám devizových kurzů nesměnitelných měn budeme věnovat pozornost v souvislosti s výkladem historie kursu čs. koruny (v kapitole 3.5). Nejdříve se však zaměříme na problematiku tvorby devizových kurzů směnitelných měn na devizovém trhu.

Mezi faktory ovlivňující vývoj devizových kurzů patří platební bilance, devizová spekulace, intervence centrálních bank, inflační a úrokový diferenciál, domácí ekonomické a politické podmínky. Tyto faktory způsobují oscilaci devizového kurzu. Na ceně deviz se projevují prostřednictvím působení tržních sil poptávky a nabídky. Každý z těchto faktorů vede k posunu křivky poptávky po určité měně, nebo k posunu křivky nabídky příslušné měny ve vztahu k jiným měnám, což vyvolává změny v jejich devizových kurzech.

## 2.2 Platební bilance a devizový kurz

V první kapitole jsme se již dozvěděli, že položky, které tvoří horizontální a vertikální strukturu platební bilance současně vyvolávají poptávku po devizách nebo naopak nabídku deviz. Můžeme učinit závěr, že celková poptávka a nabídka deviz vzniká v souvislosti:

1. s mezinárodním pohybem zboží a služeb (exportem, importem zboží a služeb),
2. s mezinárodním pohybem kapitálu (zahraničními investicemi, úvěry přijatými ze zahraničí a poskytnutými do zahraničí),
3. s mezinárodním pohybem peněz (především intervencemi centrálních bank na devizových trzích, převody dědictví, penzí, honorářů apod.).

### Mezinárodní pohyb zboží a služeb

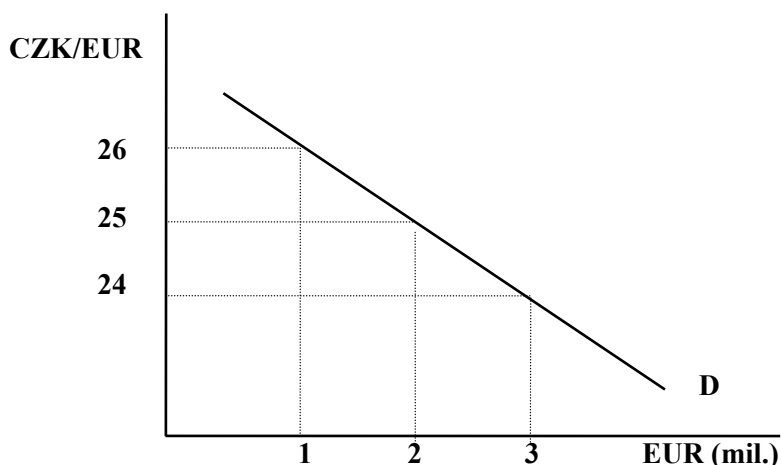
Podívejme se nejdříve, jak situaci na devizovém trhu ovlivňuje export a import zboží a služeb. Naši analýzu začneme odvozením křivky poptávky po devizách. Předpokládejme, že v České republice vzniká poptávka EUR v souvislosti s importem zboží z Německa. Úhrada za dovoz probíhá obvykle v měně té země, ze které zboží pochází. Pokud budeme abstrahovat od barterových obchodů, pak čeští importéři musí zaplatit za dovoz z Německa v EUR, a budou proto na devizovém trhu nakupovat EUR za koruny. Jejich zájem dovážet zboží z Německa pro český trh bude záviset na:

- a) výši zahraničních cen v Německu,
- b) výši domácích cen v ČR a
- c) devizovém kurzu EUR vyjádřeného v českých korunách.

Čím bude devizový kurz (v našem případě EUR) pro importéry příznivější (čím bude EUR pro ně levnější), tím bude také zahraniční cena dováženého zboží vyjádřená v korunách nižší a zájem o import vyšší. Platí samozřejmě i opačné tvrzení.

**Křivka poptávky po devizách (D)** vyjadřuje vztah mezi množstvím poptávaných deviz a jejich cenou v daném časovém okamžiku. Poptávka EUR ze strany českých importérů se bude zvyšovat, jestliže cena EUR v korunách bude klesat. Naopak poptávka EUR se bude snižovat, jestliže cena EUR v korunách poroste. Křivka poptávky po devizách je proto klesající zleva doprava (viz obrázek č. 2.1).

**Obrázek č. 2.1: Křivka poptávky po devizách**

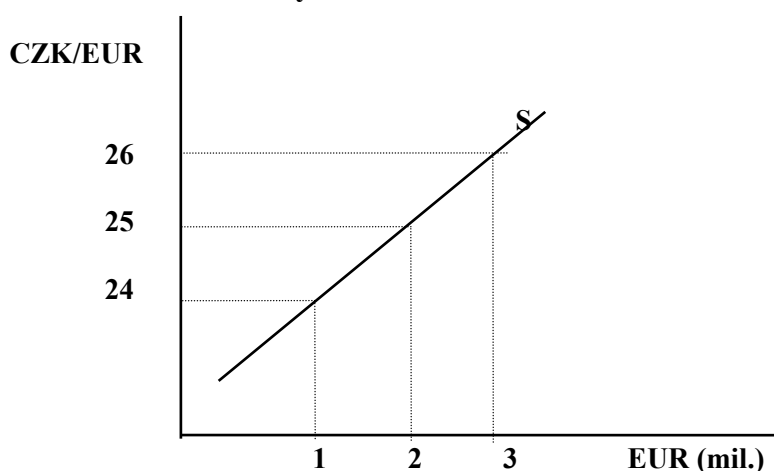




Při devizovém kurzu 26 CZK/EUR činí poptávka po EUR pouze 1 mil. EUR. Čím je EUR levnější, tím více poptávka po nich roste. Při kurzu 25 CZK/EUR je import českých dovozců z Německa výhodnější, proto roste i ochota nakupovat na devizovém trhu více EUR (poptávka dosahuje výše 2 mil. EUR). Při devizovém kurzu 24 CZK/EUR dosahuje poptávka výše 3 mil. EUR.

Obdobně se utváří **křivka nabídky deviz**. Jestliže budou čeští exportéři vyvážet své výrobky na německý trh, budou vytvářet nabídku deviz (v tomto případě EUR). Křivka nabídky deviz (**S**) vyjadřuje vztah mezi množstvím nabízených deviz a jejich cenou v daném časovém okamžiku. Zájem českého exportéra o prodej zboží v Německu poroste, pokud cena EUR v korunách se bude zvyšovat. Platí opět i tvrzení obrácené. Křivka nabídky deviz je tedy rostoucí zleva doprava (viz obrázek č. 2.2).

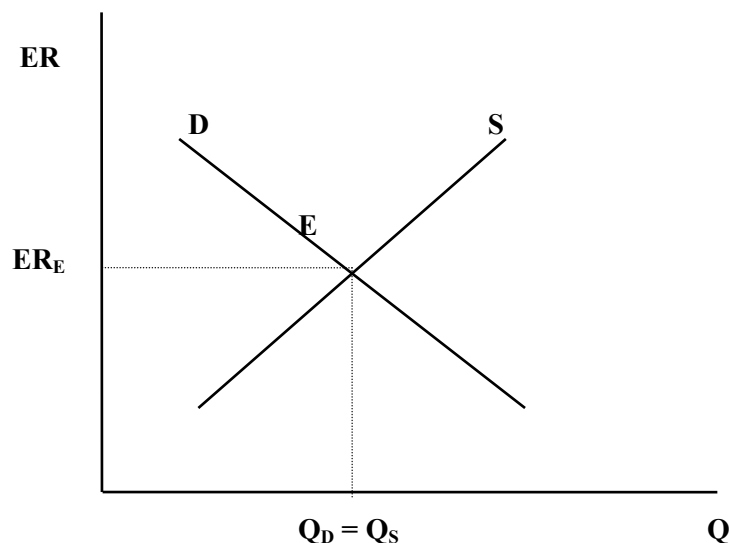
**Obrázek č. 2.2: Křivka nabídky deviz**



Při devizovém kurzu 24 CZK/EUR je na domácím devizovém trhu nabízen pouze 1 mil. EUR. Při kurzu 25 CZK/EUR se nabídka zvyšuje na 2 mil. EUR, při relativně nejvyšším kurzu 26 CZK/EUR dosahuje nabídka také relativně nejvyššího objemu 3 mil. EUR.

Obrázek č. 2.3 zobrazuje **rovnovážnou situaci na devizovém trhu**. Celkové množství poptávaných deviz ( $Q_D$ ) je v rovnováze s celkovým množstvím nabízených deviz ( $Q_S$ ) v bodě **E** při kurzu  $ER_E$ . Tento kurz označujeme jako **rovnovážný devizový kurz**.

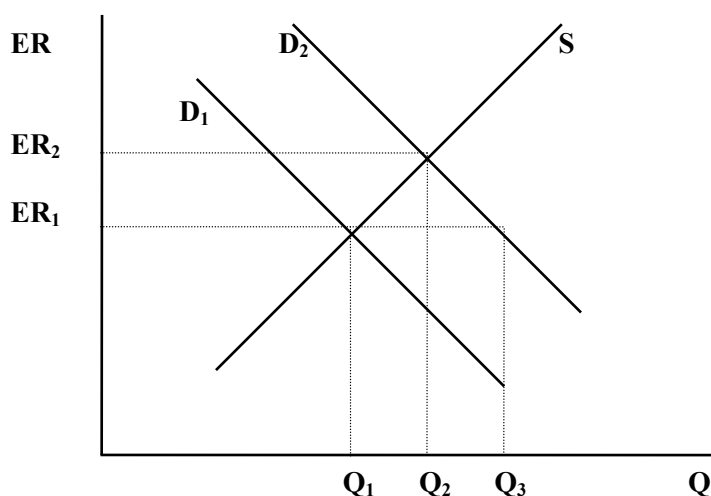
**Obrázek č. 2.3: Rovnovážná situace na devizovém trhu**



Jestliže v období  $t+1$  dojde ke zvýšení poptávky po dovozu zboží a služeb, zvýší se v důsledku toho i poptávka po devizách a poptávková křivka se posune směrem doprava z  $D_1$  do  $D_2$ . Při původní hodnotě devizového kurzu  $ER_1$  vznikne na devizovém trhu nerovnováha v rozsahu  $Q_1Q_3$ , kterou zachycuje obrázek č. 2.4.

V důsledku vyšší poptávky po zahraniční měně má devizový kurz domácí měny tendenci k depreciaci. Rovnováha mezi poptávkou a nabídkou je obnovena při kursu  $ER_2$ . Při depreciaci domácí měny se zahraniční měna stává dražší. Cena deviz vyjádřená v domácí měně roste, naopak cena znehodnocené domácí měny vyjádřená v zahraničních měnách klesá. Tak např. při depreciaci české koruny se bude za USD či EUR platit více CZK, a naopak za CZK se bude platit méně USD a EUR.

**Obrázek č. 2.4: Zvýšení poptávky po devizách a obnovení rovnováhy na devizovém trhu**

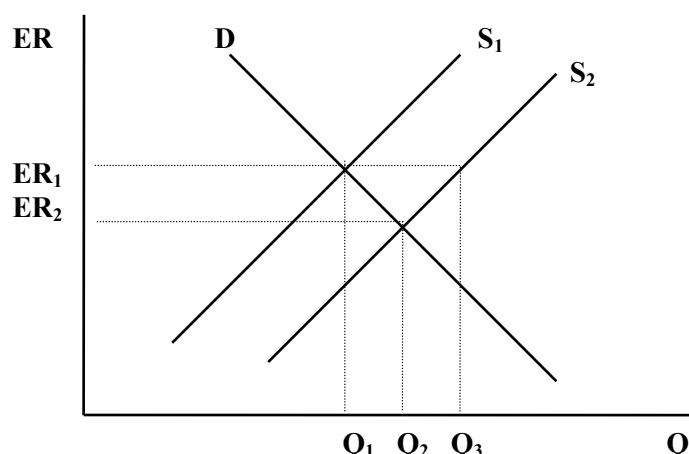


K depreciaci domácí měny může dojít nejen v důsledku vyšší poptávky po devizách, ale i v důsledku nižší nabídky deviz ve srovnání s rovnováhou v předchozím období, např. při omezení exportu zboží a služeb.

Při apreciaci domácí měny se zahraniční měna stává naopak levnější. Cena domácí měny vyjádřená v zahraničních měnách roste a naopak cena deviz vyjádřená v této měně klesá. Jestliže dochází např. k apreciaci české koruny, znamená to, že za CZK se platí více USD a EUR. K apreciaci měny dochází zpravidla tehdy, když nabídka deviz ve srovnání s minulou rovnováhou vzrostla, např. v důsledku růstu exportu zboží a služeb. Na obrázku č. 2.5 došlo v období  $t+1$  ke zvýšení exportu zboží a služeb, v důsledku čeho se zvýšila i nabídka deviz a nabídková křivka se posunula směrem doprava z  $S_1$  do  $S_2$ . Při původní hodnotě devizového kurzu  $ER_1$  vznikla na devizovém trhu nerovnováha v rozsahu  $Q_1Q_3$ . V důsledku vyšší nabídky deviz má kurz domácí měny tendenci k apreciaci. Rovnováha mezi poptávkou a nabídkou je obnovena při kursu  $ER_2$ .

Apreciace měny může být vyvolána také omezením poptávky po devizách, např. v důsledku omezení importu zboží a služeb. Celková poptávka po devizách se sníží při nezměněné nabídce deviz.

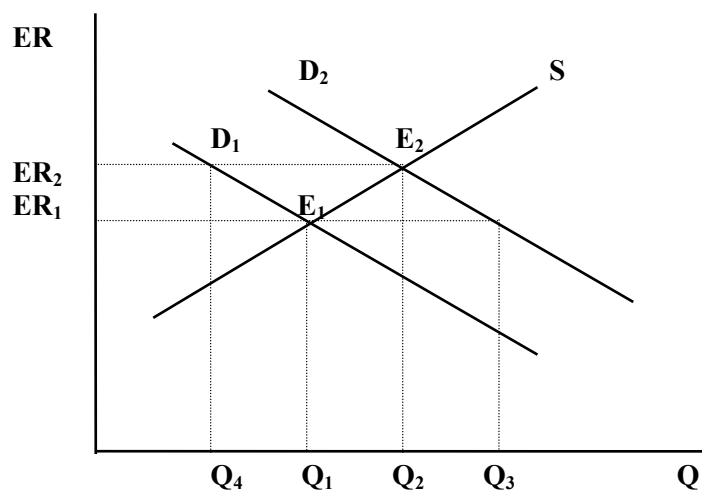
**Obrázek č. 2.5: Zvýšení nabídky deviz a obnovení rovnováhy na devizovém trhu**



### Mezinárodní pohyb kapitálu

Zatím jsme uvažovali, že poptávka a nabídka na devizovém trhu je motivována pouze mezinárodním pohybem zboží a služeb. Sledujme nyní, jak bude vývoj na devizovém trhu ovlivňovat mezinárodní pohyb kapitálu. Mezi uvažované faktory oscilace devizového kurzu zahrneme: export a import zboží a služeb, export kapitálu. Důsledky exportu kapitálu pro situaci na devizovém trhu zobrazuje obrázek č. 2.6.

**Obrázek č. 2.6: Vznik dodatečné poptávky na devizovém trhu v důsledku exportu kapitálu**



V důsledku exportu kapitálu se posunula křivka devizové poptávky z  $D_1$  do  $D_2$ , čímž v období  $t+1$  vznikla pasivita platební bilance v rozsahu  $Q_1Q_3$ . Podívejme se, jak zareaguje na novou situaci devizový trh. Dojde k obnovení rovnováhy v bodě  $E_2$  při kurzu  $ER_2$ , který vyjadřuje depreciaci domácí měny. Nový rovnovážný kurz bude zpětně působit na exportéry a importéry zboží a služeb. Způsobí omezení poptávky ze strany importérů zboží a služeb v rozsahu  $Q_1Q_4$ , na druhé straně povede ke zvýšení nabídky deviz ze strany exportérů zboží a služeb v rozsahu  $Q_1Q_2$ . Dodatečná poptávka po devizách vyvolaná exportem kapitálu tak bude uspokojena při nové úrovni rovnovážného kurzu za cenu omezení poptávky z titulu dovozu zboží a služeb a zvýšení nabídky z titulu exportu zboží a služeb.

Mezi důležité faktory ovlivňující pohyby kapitálu patří spekulace, která je motivována očekávanými pohyby devizových kurzů a úrokových měr. Její vliv na devizovou poptávku a nabídku zachycuje tabulka č. 2.1.

**Tabulka č. 2.1: Spekulace, devizová poptávka a nabídka**

Druh spekulace	Devizová poptávka	Devizová nabídka
Spekulace na zhodnocení devizového kurzu	↑	–
Spekulace na znehodnocení devizového kurzu	–	↑
Spekulace na vzestup úrokové míry	↑	–
Spekulace na pokles úrokové míry	–	↑

### Devizové intervence

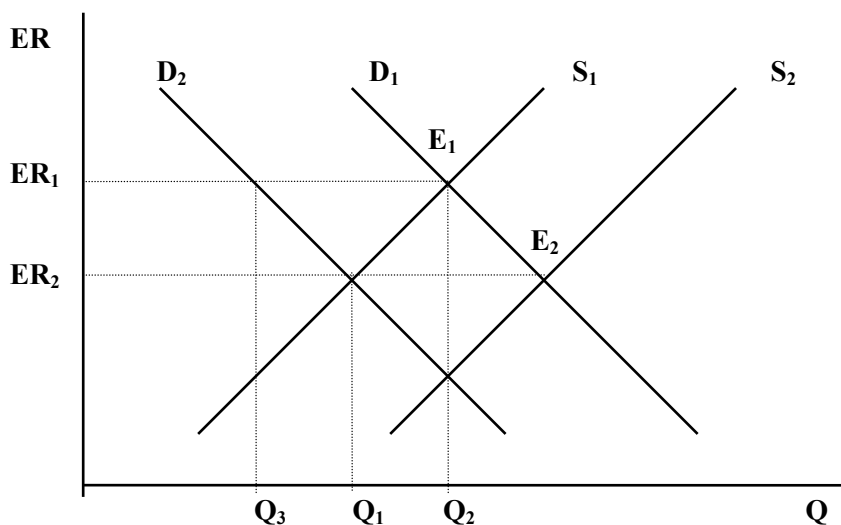
Export a import zboží, služeb, kapitálu, důchodů a transferů patří mezi endogenní tržní faktory, které ovlivňují přirozený vývoj devizového kurzu. Jen málo zemí však ponechává vývoj devizového kurzu své měny zcela přirozenému tržnímu vývoji. Devizový kurz má svou objektivní a subjektivní stránku. Je považován za natolik významný nástroj hospodářské a měnové politiky (subjektivní stránka devizového kurzu), že centrální banky a vlády mnoha zemí zasahují do přirozeného vývoje ceny deviz. Svými zásahy buď:

- a) přímo ovlivňují cenu deviz intervencemi na devizovém trhu na vrub nebo ve prospěch svých devizových rezerv, anebo
- b) nepřímo ovlivňují cenu deviz svou obchodní, cenovou, daňovou, celní a úrokovou politikou.

V souvislosti s faktory oscilace devizového kurzu nás proto musí nutně zajímat také devizové intervence jako exogenní faktor devizové poptávky a nabídky.

Devizové intervence provádějí zpravidla centrální emisní banky, popř. stabilizační devizové fondy. Intervenují na devizových trzích tak, že nakupují nebo prodávají svou vlastní měnu při současném snížení nebo zvýšení svých devizových rezerv. Tím regulují cenu deviz, resp. devizový kurz své měny. Smyslem devizových intervencí je především zabránit nepřiměřené nestabilitě kurzového vývoje, a tím vytvářet stabilnější ekonomické prostředí pro rozvoj mezinárodního obchodu a investování. Devizové intervence mohou být fakultativní, vázané na vývoj určitých měnově ekonomických ukazatelů, mohou však být rovněž povinné, vyplývající z mezivládních dohod a striktně vázané na povolené rozpětí pružnosti devizového kurzu. Obrázek č. 2.7 ukazuje vliv zásahů státu na regulaci deviz, a to jak formou devizové intervence, tak formou nepřímého omezení devizové poptávky.

**Obrázek č. 2.7: Intervence na devizovém trhu jako faktor zvýšené nabídky deviz**



Předpokládejme, že devizový kurz má podle záměrů hospodářské politiky vlády dosahovat výše  $ER_2$ . To je nadhodnocený kurz, oproti přirozené rovnovážné situaci na devizovém trhu, kde se křivka poptávky a nabídky protíná v rovnovážném bodě  $E_1$  při kurzu  $ER_1$ . Za této situace může centrální banka resp. vláda zvolit dvě alternativy, jak dosáhnout požadované ceny deviz:

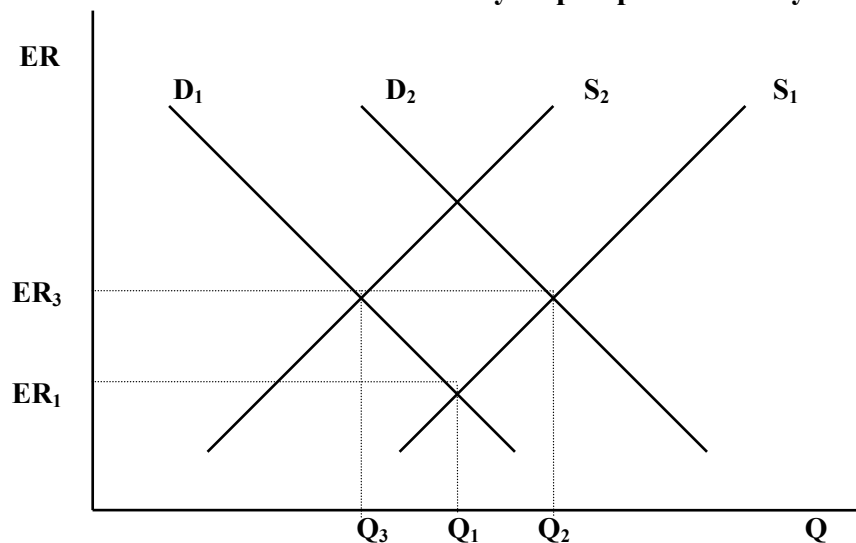
- bezprostředně zvýšit nabídku deviz na devizovém trhu intervenováním na vrub svých devizových rezerv. To znamená, že centrální emisní banka (nebo jiný k tomu určený měnový orgán) bude na devizovém trhu prodávat devizy (tím snižovat své devizové rezervy) a nakupovat vlastní měnu. Křivka nabídky deviz se v důsledku toho posune doprava z  $S_1$  do  $S_2$  a nový rovnovážný kurz bude odpovídat požadované úrovni  $ER_2$ . Určité obtíže ovšem mohou vzniknout tehdy, jestliže tlak na znehodnocení kurzu domácí měny bude trvat i nadále a centrální banka nebude mít dostatek devizových rezerv na další intervence. V takovém případě dojde buď k růstu zahraničního zadlužení, nebo k znehodnocení devizového kurzu domácí měny,
- nepřímo působit na snížení poptávky po devizách např. prostřednictvím uvalení cla na import, restrikcí agregátní poptávky prostřednictvím zvýšení daní, snížením vládních výdajů nebo zvýšením úrokových sazeb atd. Poptávková křivka se tak posune doleva z  $D_1$  do  $D_2$  a devizový kurz dosáhne požadované úrovně  $ER_2$ .

Předpokládejme nyní, že devizový kurz má podle záměrů hospodářské politiky vlády dosahovat výše  $ER_3$ . To je podhodnocený kurz oproti přirozené rovnovážné situaci na devizovém trhu, kde se křivka poptávky a nabídky protíná v rovnovážném bodě  $E_1$  při kurzu  $ER_1$ . Za této situace může centrální banka, resp. vláda zvolit opět dvě alternativy, jak dosáhnout požadované ceny deviz (viz obrázek č. 2.8):

- zvýšit bezprostředně poptávku (posun z  $D_1$  do  $D_2$ ) na devizovém trhu tím, že bude za svoji národní měnu nakupovat devizy a zvyšovat tak své devizové rezervy, tzn. intervenovat ve prospěch svých devizových rezerv,
- nepřímo omezit nabídku deviz (posun z  $S_1$  do  $S_2$ ), např. uvalením exportního cla, zavedením kvantitativních omezení na export, snížením úrokových sazeb a podobně.

V praktickém hospodářském vývoji se přímé i nepřímé formy intervence devizového kurzu často kombinují.

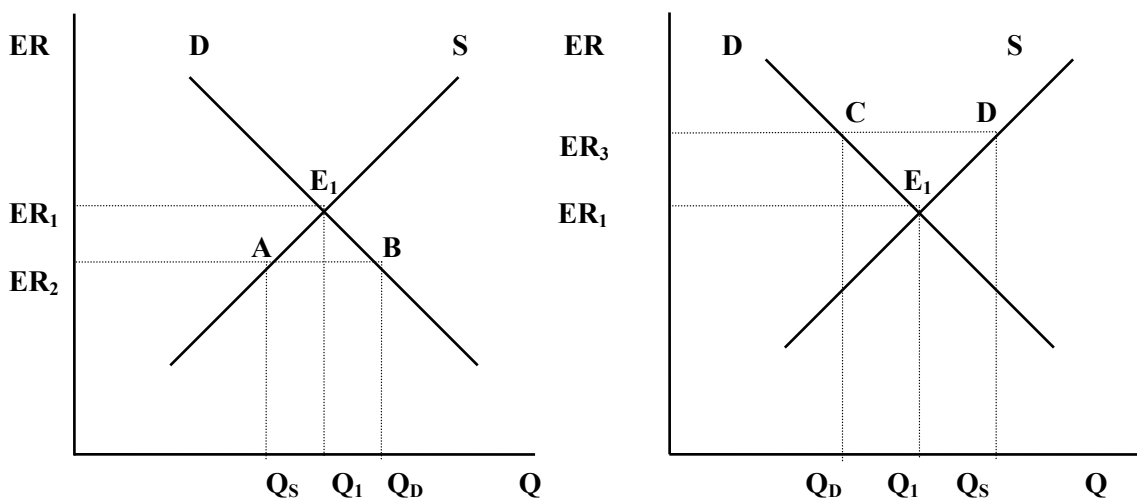
**Obrázek č. 2.8: Intervence centrální banky ve prospěch devizových rezerv**



### Saldo platební bilance a oscilace devizového kurzu

Doposud jsme probírali vliv jednotlivých faktorů oscilace devizového kurzu na vývoj devizové poptávky a nabídky odděleně. V reálném světě devizových vztahů však nelze vliv těchto jednotlivých faktorů od sebe oddělit. Vztahy mezi celkovou devizovou poptávkou a nabídkou odrážejí celkovou situaci v platební bilanci. Její aktivní saldo podporuje tendenci devizového kurzu k apreciaci, její pasivní saldo podporuje naopak tendenci kurzu k depreciaci. Obě uvedené situace jsou znázorněny v obrázku č. 2.9.<sup>5</sup>

**Obrázek č. 2.9: Saldo platební bilance a tendence devizového kurzu k apreciaci a depreciaci**



Při kurzu  $ER_2$  vznikne pasivní saldo PB v rozsahu AB. Na devizovém trhu existuje převis poptávky po devizách nad nabídkou deviz ( $Q_D > Q_S$ ) a devizový kurz má tendenci k depreciaci.

Při kurzu  $ER_3$  vznikne aktivní saldo PB v rozsahu CD. Na devizovém trhu existuje převis nabídky deviz nad poptávkou po devizách ( $Q_S > Q_D$ ) a devizový kurz má tendenci k apreciaci.

<sup>5</sup> JANKOVSKÁ, A., SPONER, M.: *Mezinárodní finance*. Brno, Masarykova univerzita, 1999, s. 46 - 47.

Teoreticky bychom mohli oscilaci devizového kurzu znázornit sinusoidou, kde pravidelné střídání fáze apreciacie a depreciace odpovídá pravidelnému střídání aktivního a pasivního salda platební bilance. Takový průběh oscilace devizového kurzu by mohl odpovídat období zlatého standardu, kdy existoval zcela volný pohyb zboží i zlata mezi zeměmi a fungovala neomezená směnitelnost měn za zlato. V dnešní době postrádají změny devizových kurzů plynulost pohybu charakteristického pro sinusoidu, naopak často se jedná o změny velice ostré.

V dosavadním výkladu jsme si vysvětlili, že změny devizového kurzu jsou bezprostředně ovlivněny změnami vztahu devizové poptávky a nabídky. Víme také, že apreciacie nebo depreciace měny vlastně zrcadlí situaci v platební bilanci. Jaké jsou však hlubší příčiny zhodnocování a znehodnocování měn? Na tuto otázku se pokusíme odpovědět v následujících částech této kapitoly.

## 2.3 Inflační a úrokový diferenciál jako determinanty devizového kurzu

Ukázali jsme si, jak se utváří devizové kurzy směnitelných měn na devizovém trhu. Poznali jsme, že rovnovážná cena deviz je vlastně cena, která tzv. čistí trh, protože uvádí do rovnováhy nabídku deviz s poptávkou po devizách.

Při sledování skutečného vývoje devizových kurzů je možné pozorovat, že přes značné rozpětí odchylek se dlouhodobě prosazuje určitá tendence ve vývoji kurzů. Tato dlouhodobá tendence je odrazem vývoje parity kupní síly.

Věnujme se proto nyní podrobněji paritě kupní síly jako faktoru determinace devizového kurzu. O paritu kupní síly se opírá jedna z nejrozšířenějších a současně i nejvíce kritizovaných teorií devizového kurzu - teorie parity kupní síly.<sup>6</sup>

### Parita kupní síly a inflační diferenciál

**Teorie parity kupní síly** zdůrazňuje význam trhu zboží pro determinaci devizových kurzů. Vychází z teze, že identické zboží by mělo mít v různých zemích stejnou cenu. Za 1 000 USD by pak mělo být možné nakoupit v USA stejný soubor zboží jako např. v ČR, Německu nebo Japonsku za ekvivalent českých korun, EUR nebo japonských jenů odpovídající 1 000 USD. Teorie parity kupní síly tvrdí, že devizové kurzy se mění proto, aby byla zachována parita kupních sil srovnávaných měn. Její **absolutní verze** odvozuje devizový kurz od poměru cenových hladin. Vyjadřuje paritu kupní síly staticky:



**ER** - devizový kurz vyjádřený počtem domácích měnových jednotek za jednotku devizy

$P_{D,i} * Q_i$  - soubor zboží  $Q_i$  vyjádřený v domácích cenách a domácí měně  $P_{D,i}$

$P_{Z,i} * Q_i$  - stejný soubor zboží  $Q_i$  oceněný v zahraničních cenách a v zahraniční měně  $P_{Z,i}$

<sup>6</sup> Za zakladatele teorie parity kupní síly je považován švédský ekonom Gustav Cassel.

Při praktické aplikaci absolutní verze parity kupní síly se často používá vybraného souboru zboží, který reprezentuje strukturu spotřeby, popř. výroby ve srovnávaných zemích. Uvedme si příklad:

- reprezentativní soubor zboží oceněný v cenách českého trhu a v čs. korunách bude představovat 18 000 Kč,
- stejný soubor zboží oceněný v cenách amerického trhu a v amerických dolarech činí 1 000 USD.

$$\frac{18\,000\text{ CZK}}{1\,000\text{ USD}} = 18\text{ CZK/USD}$$

Na tomto místě je nutné upozornit na skutečnost, že při aplikaci absolutní verze parity kupní síly může docházet k rozdílným propočtům parity kupní síly. Odlišnosti mohou vznikat jak v důsledku použití rozdílné struktury souboru reprezentantů (tzv. spotřebních košů), tak v důsledku použití rozdílných cen. Příkladem může být použití různých měrných jednotek v České republice a ve Velké Británii. V ČR sledujeme vývoj ceny za 1 kilogram brambor, za půllitr piva apod., ve VB je to cena za libru brambor, za pintu piva atd.

**Relativní verze parity kupní síly** vyjadřuje dynamický pohled na devizový kurz. Nesoustřeďuje se na koš zboží, ale na procentní změny cen v období jednoho roku vyjádřené cenovými indexy. Tvrdí, že nový rovnovážný kurz se přizpůsobuje inflačnímu diferenciálu, tzn. že odpovídá změnám v roční míře inflace v různých zemích.

$$ER_{t+1} = ER_t * \frac{1 + P_D}{1 + P_Z}, \text{ kde}$$

$ER_t$  - rovnovážný kurz ve výchozím období  $t$ ,

$ER_{t+1}$  - rovnovážný kurz v období  $t+1$ ,

$P_D$  - roční míra inflace v domácí zemi,

$P_Z$  - roční míra inflace v zahraničí.

Pro ilustraci si uveďme následující příklad. Pro jednoduchost budeme uvažovat, že změny inflace jsou vyvolány změnami cen pouze jediného zboží a to piva:

- cena piva v ČR vzrostla o 5 %,
- cena piva v Německu vzrostla o 3 %,
- kurz EUR ve výchozím období = 25 CZK/EUR.

S využitím předchozí rovnice zjistíme nejprve tzv. **inflační diferenciál (ID)**:

$$ID = \frac{1 + P_D}{1 + P_Z} = \frac{1 + 0,05}{1 + 0,03} = 0,019$$

Nový rovnovážný devizový kurz pak bude:



$$ER_{t+1} = ER_t * ID = 25 * 1,019 = 25,475 \text{ CZK/EUR}$$

V důsledku rozdílné míry inflace (která v našem případě zjednodušeně vyjadřuje rozdílné tempo růstu cen piva v obou srovnávaných zemích) došlo k apreciaci EUR a depreciaci české koruny. Kurz 25,475 CZK/EUR představuje apreciaci EUR o 1,9 %.

$$\text{Apreciace (+ EUR)} = \frac{ER_{t+1} - ER_t}{ER_t} = \frac{25,475 - 25}{25} = 0,019$$

Za EUR se bude tedy nyní platit o 1,9 % (0,019 \* 100) českých korun více, než ve výchozím období.

Pokud míra inflace není příliš vysoká, můžeme pro aproximaci inflačního diferenciálu použít rozdíl v míře inflace ve srovnávaných zemích:

$$ID = P_D - P_Z = 0,05 - 0,03 = 0,02$$

V našem případě by to znamenalo, že v období t+1 by nový rovnovážný kurz koruny byl přibližně o 2 % znehodnocený (apreciace EUR o 2 %), protože míra inflace je v ČR o 2 % vyšší než v Německu. Devizový kurz by dosahoval úrovně cca 25,50 CZK/EUR.

Jestliže se jedna z porovnávaných měn zhodnocuje (apreciuje), znamená to současně, že druhá porovnávaná měna se znehodnocuje (depreciuje). Míra depreciace (v našem případě české koruny) bude samozřejmě shodná s mírou apreciacie porovnávané měny.

Nominální kurz korigovaný inflačním diferenciálem se nazývá **reálný devizový kurz**. Zhodnocení reálného kurzu představuje zvýšení reálné kupní síly měny v zahraničí, znehodnocení reálného kurzu naopak znamená snížení reálné kupní síly měny v zahraničí. Jak si později ukážeme, má reálný kurz podstatný význam pro mezinárodní konkurenceschopnost zboží a služeb.<sup>7</sup>

Teorie parity kupní síly chápe paritu kupní síly jako přirozenou rovnovážnou úroveň kurzu. Tvrdí, že se devizový kurz přizpůsobuje inflačnímu diferenciálu perfektně, tzn. že proces přizpůsobení probíhá více méně automaticky a bez omezení. Jestliže při výchozím kurzu 25 CZK/EUR bude cena piva v České republice nižší než v Německu, bude se české pivo dobře prodávat i na německém trhu a export z České republiky do Německa poroste. V souvislosti s tím poroste i poptávka po CZK. Koruna bude vykazovat tendenci k apreciaci, EUR k depreciaci. V důsledku vyšší poptávky po CZK si kurz najde novou rovnovážnou úroveň, která původní výhodu relativně nižších cen v České republice eliminuje.

Ve skutečnosti tomu tak není. Devizové kurzy se nepřizpůsobují inflačním diferenciálům perfektně. Kdyby tomu tak bylo, pak by reálné devizové kurzy musely vykazovat v průběhu delšího časového období stabilitu. Typická je však spíše nestabilita reálných kurzů, vyjádřená paritou kupní síly.

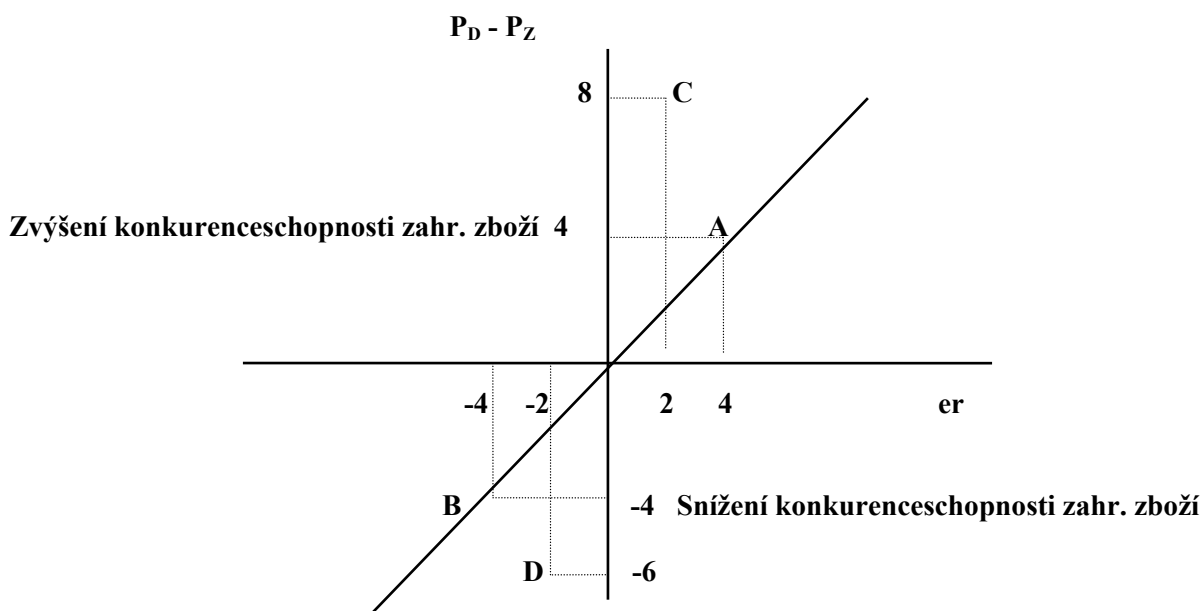
<sup>7</sup> Blíže se problematikou vlivu reálného devizového kurzu na mezinárodní konkurenceschopnost zabýváme v kapitole 4.2.

Proti teorii parity kupní síly byla vždy uplatňována řada námitek, zejména:

- celková hladina cen dané země zahrnuje ceny všech druhů zboží a služeb, ale jen některé z nich jsou předmětem mezinárodní směny. Pouze mezinárodně směňované zboží a jeho ceny působí bezprostředně na nabídku a poptávku na devizovém trhu a tím na devizový kurz. Komodity, které se směňují pouze na vnitřním trhu, nepůsobí na kurz přímo,
- i v případě, kdy by se bralo v úvahu pouze zboží, které prochází zahraničním obchodem, vytvářejí cla a dopravní náklady mezi jednotlivými zeměmi u stejných položek cenové rozdíly. Cenové rozdíly mohou vznikat i v důsledku slev na daních u exportovaného zboží, popř. subvencování exportu,
- samotná definice inflace je problematická. Není jednoznačně vymezeno, které cenové indexy nejlépe odrážejí změny kupní síly měny v dané ekonomice. V různých zemích existují různé preference spotřeby a společný spotřební koš neexistuje,
- u relativní verze parity kupní síly se automaticky předpokládá, že výchozí devizový kurz je správně stanoven,
- parita kupní síly není schopna vysvětlit krátkodobý pohyb devizových kurzů.

Propočty parity kupní síly se zpravidla opírají o změny cen ex-post a využívají se k vyjádření odchylek skutečně platných kurzů od parity. Stejně tak by však bylo možné využít očekávané změny inflace v různých zemích k určení očekávaných změn devizových kurzů. K odhadům potenciálních důsledků inflace na vývoj devizových kurzů může posloužit i grafická analýza parity kupní síly (viz obrázek č. 2.10).

**Obrázek č. 2.10: Grafické zobrazení PKS**



kde  $er$  - relativní změna kurzu.

**Grafická analýza PKS** vychází z toho, že daný inflační diferenciací mezi domácí a zahraniční ekonomikou ve výši  $x$  % vyvolá přizpůsobení devizového kurzu o těchto  $x$  %. Linie PKS tedy spojuje všechny body, které zachycují změnu devizového kurzu odpovídající výši inflačního diferenciaci. Bod A zobrazuje případ, kdy inflační diferenciací mezi domácí zemí a zahraničím byl 4 % (tzn., že domácí míra inflace byla o 4 % vyšší než zahraniční), což vyvolá zhodnocení

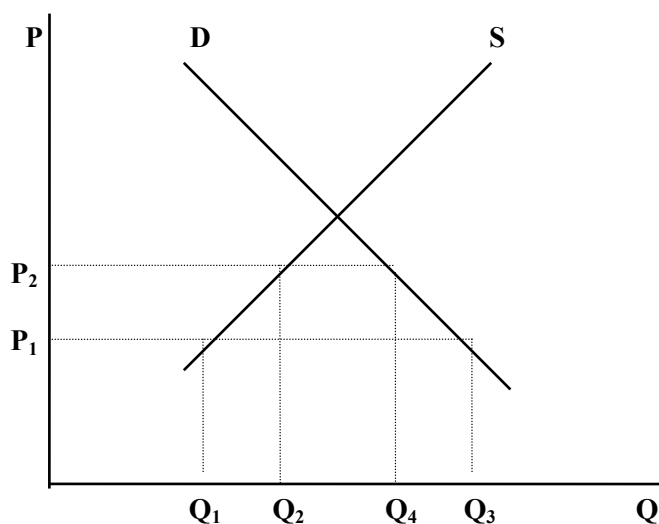
zahraniční měny o 4 %. Bod B představuje naopak situaci, kdy inflační diferenciál dosahuje hodnoty - 4 % (tzn., že domácí míra inflace byla o 4 % nižší než zahraniční), což vyvolá znehodnocení devizového kurzu zahraniční měny o 4 %. Bod C ukazuje situaci, kdy inflační diferenciál 8 % (tzn., že domácí míra inflace byla o 8 % vyšší než zahraniční) vyvolal zhodnocení zahraniční měny pouze o 2 %. Všechny body ležící nad linií parity kupní síly představují zvýšení konkurenceschopnosti zahraničního zboží na domácím trhu. Jak jsme si již vysvětlili, teorie PKS předpokládá jen krátkodobé a dočasné odchylky kurzu od parity (zvýšení poptávky po zahraničním zboží, a tudíž i po devizách, vyvolá posléze návrat kurzu k paritě - říká teorie PKS). Bod D zobrazuje naopak situaci, kdy inflace v domácí zemi je o 6 % nižší než v zahraničí, a kurz zahraniční měny se znehodnotil pouze o 2 %. V takovém případě je zahraniční zboží na domácím trhu relativně drahé ve srovnání s domácími výrobky. Všechny body ležící pod linií PKS tak představují snížení konkurenceschopnosti zahraničního zboží na domácím trhu v souvislosti s disparitou změny cen a devizových kurzů.<sup>8</sup>

### Parita kupní síly, cla, importní kontingenty a nástroje podporující vývoz

Jedním z důvodů, proč je parita kupní síly často porušována jsou zásahy centrálních orgánů omezující import nebo podporující export.

**Dovozní clo** je nepřímá daň uvalená na dovoz. Patří k nejčastěji uplatňovaným nástrojům k omezení dovozu. Může podporovat apreciaci domácí měny, protože působí restriktivně na domácí devizovou poptávku. Tím, že zvyšuje cenu dováženého zboží na domácím trhu, podporuje domácí výrobce, znevýhodňuje však domácí spotřebitele. Apreciační důsledky cla však mohou být oslabeny, neboť clo druhotně podporuje růst domácí cenové hladiny (viz obrázek č. 2.11).

**Obrázek č. 2.11: Vliv cla na poptávku a ceny zboží**



Po zavedení cla se ceny zvýšily z  $P_1$  na  $P_2$ , to podpořilo zvýšení domácí produkce z  $Q_1$  na  $Q_2$ , současně však došlo k omezení poptávky spotřebitelů z  $Q_3$  na  $Q_4$ .

**Importní kontingenty** představují kvantitativní limity dovozu. Svými důsledky působí na devizovou poptávku obdobně jako clo.

<sup>8</sup> JANKOVSKÁ, A., SPONER, M.: *Mezinárodní finance*. Brno, Masarykova univerzita, 1999, s. 51.

**Nástroje finanční politiky podpory vývozu** mají různé formy. Zahrnují jak dotace, včetně vývozních prémie, tak výhodnější úvěry pro exportéry, daňové úlevy, popř. vrácení již dříve zaplacené daně, zvláštní formy pojištění vývozu a další. Tím, že stimulují vyšší export, stimulují i vyšší nabídku deviz a podporují tendenci devizového kurzu domácí měny k apreciaci.

Můžeme tedy učinit závěr, že faktory které jsou spojeny s mezinárodním trhem zboží, domácí a zahraniční ceny, určují přirozenou rovnovážnou úroveň devizového kurzu v dlouhém období. Cla, importní kontingenty a nástroje podporující export mohou ovlivňovat vývoj devizového kurzu rovněž v relativně dlouhém období, nicméně se již nejedná o přirozenou rovnovážnou úroveň devizového kurzu tvořenou tržními determinantami. Vliv uvažovaných faktorů zachycuje tabulka č. 2.3.<sup>9</sup>

**Tabulka č. 2.3: Dlouhodobé determinanty devizového kurzu**

Faktor	Devizová poptávka	Devizová nabídka	Apreciace (+), deprecie (-)
Domácí ceny ↑	↑	↓	-
Zahraniční ceny ↑	↓	↑	+
Cla a kvóty ↑	↓		+
Proexp. nástroje ↑		↑	+

### Parita úrokové míry a úrokový diferencál<sup>10</sup>

V předchozí části textu jsme zjistili, že dlouhodobé determinanty devizového kurzu souvisejí s mezinárodním pohybem zboží. Parita kupní síly, odvozená z porovnání domácích a zahraničních cen zboží a služeb, vyjadřuje teoretickou podmínku rovnováhy na trhu zboží. Zmínili jsme se však také o tom, že významnou úlohu při determinaci devizového kurzu hraje v soudobých podmínkách mezinárodní pohyb kapitálu. Podobně jako na mezinárodním trhu zboží platí i na mezinárodním trhu kapitálu teoretická podmínka rovnováhy, kterou je **parita úrokové míry**. Teorie parity úrokové míry vychází z teze, že pokud existuje volný pohyb kapitálu, usilují investoři o dosažení stejných výnosů ze svých aktiv, ať jsou denominována v kterékoliv měně. Podobně by také náklady na půjčky měly být v různých zemích shodné.

V této části se nejdříve seznámíme s podstatou parity úrokové míry a ukážeme si její souvislost s paritou kupní síly. Vysvětlíme si, že investoři se při svém rozhodování neřídí pouze nominálními úrokovými mírami, ale zajímají je především reálné úrokové míry, které jsou ovlivněny nejen vývojem nominálních úrokových měr, ale také očekávanou mírou inflace.

Začneme opět konkrétním příkladem. Budeme uvažovat, že hypotetická česká firma, která získává dodávky na obchodní úvěr, bude platit svým dodavatelům za 6 měsíců. Peněžní prostředky, které má na účtě dočasně k dispozici, chce proto výhodně krátkodobě investovat. Cenné papíry s lhůtou splatnosti kratší než jeden rok se obchodují na peněžním trhu. Námí uvažovaná firma se musí rozhodnout, zda pro ni bude výhodnější investovat do cenných

<sup>9</sup> JANKOVSKÁ, A., SPONER, M.: *Mezinárodní finance*. Brno, Masarykova univerzita, 1999, s. 52.

<sup>10</sup> Zpracováno podle JANKOVSKÁ, A., SPONER, M.: *Mezinárodní finance*. Brno, Masarykova univerzita, 1999, s. 53 - 56.

papírů v domácí ekonomice nebo v zahraničí (v našem případě v SRN). Její rozhodování bude ovlivněno dvěma faktory:

- a) úrokovou mírou doma ( $IR_D$ ) a v zahraničí ( $IR_Z$ ),
- b) devizovým kurzem ( $ER$ ).

Předpokládejme, že firma hodlá investovat částku 1 mil. CZK. Roční úroková míra v ČR je 4 %, v Německu 3 %, devizový kurz v čase  $t$  (výchozí období) = 25 CZK/EUR. Jestliže bude firma investovat do krátkodobých cenných papírů na peněžním trhu v ČR, např. do depozitních certifikátů, výnos z každé investované koruny bude po 6 měsících:

$$CZK = (1 + IR_D/2) = 1 + 0,04/2 = 1,02$$

$IR_D$  - domácí úroková míra za rok (při 6 měsíční lhůtě použijeme  $IR_D/2$ , protože jde o 1/2 ročního období).

Při investici 1 mil. CZK činí výnos:

$$(1\ 000\ 000 * 1,02) - 1\ 000\ 000 = 20\ 000\ CZK.$$

V případě, že se firma rozhodne investovat do cenných papírů znějících na EUR, bude se řídit nejen úrokovou mírou v Německu, ale i devizovým kurzem. 1 mil. CZK při kurzu 25 CZK/EUR představuje 40 000 EUR. Firma je může investovat do cenných papírů s 6 měsíční lhůtou splatnosti. Po 6 měsících bude mít výnos:

$$40\ 000 * (1 + 0,03/2) - 40\ 000 = 600\ EUR.$$

Protože firma bude svým dodavatelům platit v českých korunách, musí celou částku EUR konvertovat zpět do korun. Celkový výnos z této investice může tedy podstatně ovlivnit vývoj devizového kurzu CZK/EUR. Jestliže se chce firma vyhnout riziku z pohybu devizových kurzů, využije ke krytí rizika termínové operace.

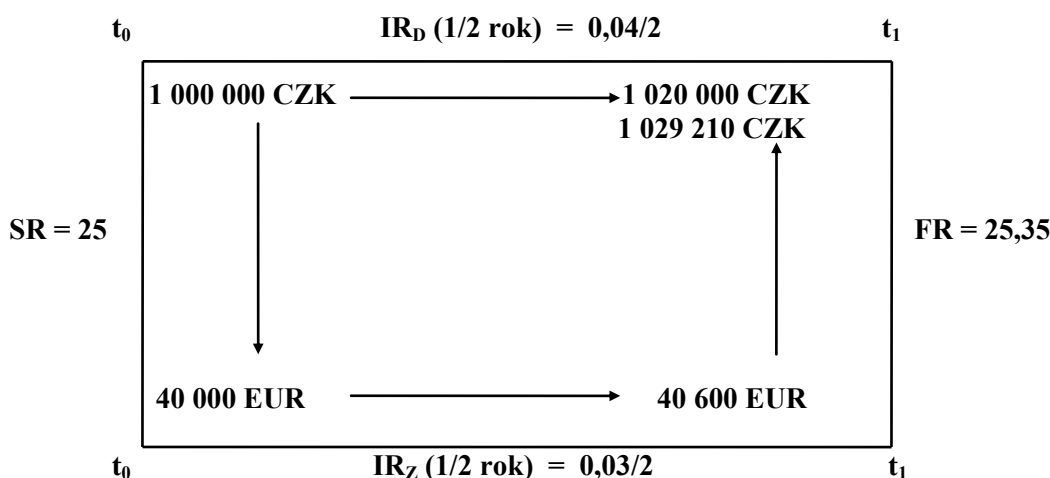
Řízením kurzových rizik se budeme podrobně zabývat v kapitole 4. Na tomto místě však musíme rozšířit naše dosavadní poznatky o devizovém trhu. Až dosud jsme chápali devizový trh jako abstraktní model, kde se střetává devizová poptávka a nabídka. Nerozlišovali jsme časový rozdíl mezi vznikem poptávky po devizách a dodáním deviz. Z tohoto hlediska se však na každém konkrétním devizovém trhu uskutečňují v zásadě dva druhy obchodů:

- a) **promptní obchody** (s okamžitým dodáním deviz), při kterých se používá promptní devizový kurz. Ten budeme označovat **SR** (Spot Rate).
- b) **termínové obchody** (s dodáním deviz k určitému budoucímu okamžiku, zpravidla do 30, 60, 90 nebo 180 dnů), při kterých se používá termínový kurz. Budeme ho značit **FR** (Forward Rate). Termínové obchody umožňují firmám vyhnout se kurzovému riziku, protože v okamžiku  $t$ , kdy se termínový obchod uzavírá, je známý kurz pro dodání deviz v okamžiku  $t+1$ . Změna promptního kurzu proto nemůže zvýšit ani snížit výnos z této investice.

V našem příkladě budeme uvažovat s termínovým kurzem  $FR = 25,35$  CZK/EUR. Pokusme se nyní zjistit, zda je v daných podmínkách pro naši firmu výhodné investovat na peněžním trhu v ČR, nebo využít tzv. kryté úrokové arbitráže, tj. konvertovat české koruny za EUR, investovat v EUR a současně uzavřít termínový obchod na dodání EUR za 6 měsíců při

termínovém kurzu 25,35 CZK/EUR. Na obrázku č. 2.12 je pro lepší znázornění celého problému použito grafického zobrazení.

**Obrázek č. 2.12: Krytá úroková arbitráž**



Z obrázku je zřejmé, že firmě se vyplatí i při nižší úrokové míře v Německu investovat do EUR. Termínový kurz nejen, že vyrovná rozdíl v úrokové míře, ale umožní dosáhnout vyššího celkového výnosu než při investování na domácím peněžním trhu v českých korunách.

**Termínový kurz je současně indikátorem očekávaného budoucího promptního kurzu.** Jestliže se v důsledku vyšší poptávky po EUR, vyvolané exportem krátkodobého kapitálu do Německa, kurz české koruny znehodnotí, český investor získá při konverzi korun do EUR za stejnou částku CZK menší obnos EUR a jeho výnosy z investování v Německu se sníží. Očekávané znehodnocení koruny proto omezí zájem investovat do cenných papírů na německém peněžním trhu. Domácí investoři budou investovat v Německu do té doby, než nastane parita úrokové míry. V momentě, kdy se termínový kurz bude lišit od promptního kurzu o stejné procento jako je rozdíl mezi domácí a zahraniční úrokovou mírou, budou podmínky pro investování v České republice i v Německu pro domácí investory stejné.

**Teorie parity úrokové míry tvrdí, že při rovnováze na trhu cenných papírů se termínový devizový kurz liší od promptního kurzu o úrokový diferenciál (IRD).**

Úrokový diferenciál je možné vyjádřit následovně:

$$\frac{FR}{SR} = \frac{1 + R_D}{1 + R_Z} = RD$$

Výraz  $FR/SR - 1$  vyjadřuje termínovou prémii (+) nebo srážku (-), kterou budeme dále značit  $f$ . Uvedenou rovnici můžeme přepsat do tvaru:

$$f = \frac{1 + R_D}{1 + R_Z} -$$

nebo s využitím aproximace pomocí rozdílu jako:

$$f = IR_D - IR_Z$$

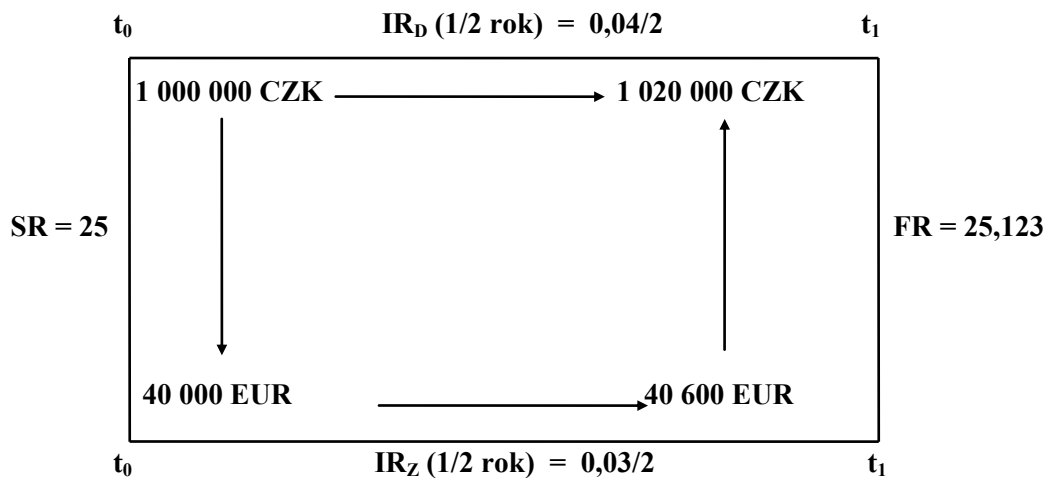
V případě naší firmy zjistíme, že parita úrokové míry nastává jestliže:

$$f = \frac{1 + 0,04/2}{1 + 0,03/2} - 1 = 0,0049$$

$$FR = 25 * 1,0049 = 25,123 \text{ CZK/EUR}$$

Paritu úrokové míry zachycuje obrázek č. 2.13.

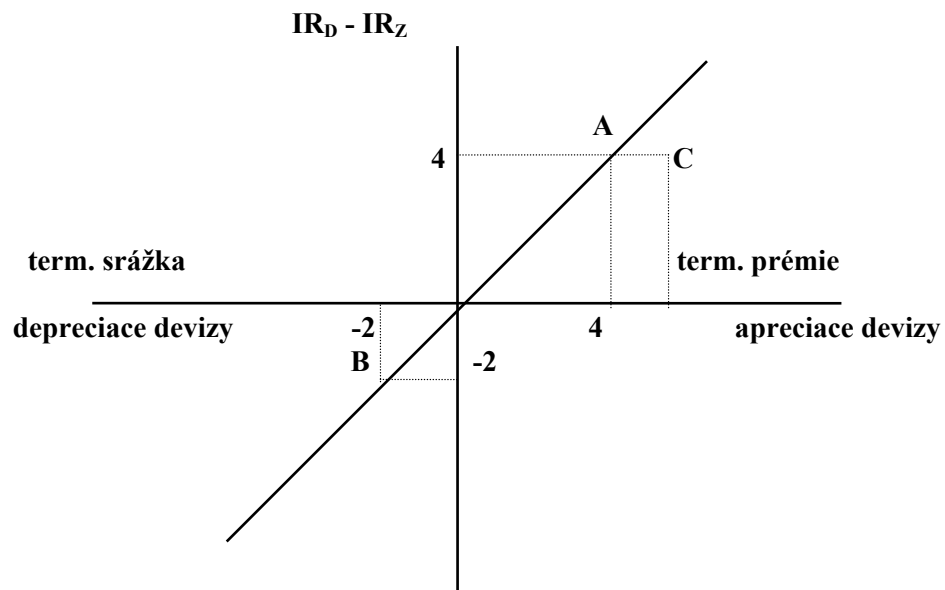
**Obrázek č. 2.13: Parita úrokové míry**



Při termínové prémii, která znamená apreciaci EUR o 0,49 %, je výnos z domácích i zahraničních cenných papírů pro domácí investory shodný.

K analýze vztahu úrokového diferenciálu a termínového devizového kurzu můžeme využít také grafického zobrazení parity úrokové míry (viz obrázek č. 2.14).

**Obrázek č. 2.14: Grafické zobrazení PÚM**



Bod A zachycuje situaci, kdy úrokový diferenciál 4 % vyvolá termínovou prémii 4 % (tzn., že deviza dodaná na termín se obchoduje podle kurzu, který vyjadřuje 4 % apreciaci devizy ve srovnání s promptním kurzem). Bod B zachycuje situaci, kdy domácí úroková míra je nižší než zahraniční, úrokový diferenciál má zápornou hodnotu - 2 % a vyvolá termínovou srážku - 2 %. **Linie PÚM spojuje všechny body, které zachycují termínovou prémii nebo srážku ve výši odpovídající příslušnému úrokovému diferenciálu.**

Všechny body, které leží napravo od linie PÚM představují situaci, kdy se krytá úroková arbitráž domácím investorům vyplatí, tzn. investování na peněžním trhu v zahraničí přinese větší zisk než na domácím peněžním trhu. Naopak všechny body, které leží nalevo od linie parity úrokové míry, zachycují situaci, kdy investování v zahraniční měně přináší domácímu investorovi ztrátu (je naopak výhodná pro zahraniční investory). Body, které leží na linii PÚM představují takovou situaci na devizovém trhu, kdy krytá úroková arbitráž nepřináší zisk ani domácím ani zahraničním investorům. Vyjadřuje podmínku rovnováhy na trhu aktiv. V tomto případě je lhostejné, zda investor bude investovat na domácím trhu, či v zahraničí.

### Mezinárodní Fisherův efekt

Jak již bylo uvedeno, při rozhodování o investicích se investor nemůže řídit pouze vývojem nominálního úroku. Zajímá ho především, jaký bude reálný výnos jeho aktiv. Ten je ovlivněn nejen výší úrokových měr v různých zemích, ale i očekávanou mírou inflace. Jestliže bude např. úroková míra v České republice 4 %, ale očekávaná roční míra inflace bude 3 %, pak reálný úrok z aktiv investovaných v korunách bude pouze 1 %.

**Reálný úrok vysvětluje tzv. Fisherův efekt, který říká, že nominální úrok IR se skládá z reálného úroku  $IR_R$  a z očekávané míry inflace  $p^e$ .**

Fisherův efekt vyjádříme následovně:

$$IR = IR_R + p^e$$

Mezinárodní výraz této rovnice je známý jako **mezinárodní Fisherův efekt**. Je založený na tvrzení, že **nominální úrokový diferenciál dvou zemí je dán součtem diferenciálu reálných úrokových měr a diferenciálu inflačních očekávání:**

$$\begin{aligned} IR_D - IR_Z &= (IR_{D,R} + p_D^e) - (IR_{Z,R} + p_Z^e) \\ &= (IR_{D,R} - IR_{Z,R}) + (p_D^e - p_Z^e) \end{aligned}$$

Podle Fisherova tvrzení [1930] je reálný úrok stabilní a ve všech zemích stejný. Kolísání úrokových měr je proto dáno změnami inflačního očekávání. Z mezinárodního Fisherova efektu tedy vyplývá, že úrokové diferenciály v zásadě vyjadřují rozdílná inflační očekávání v různých zemích. To má pro determinaci devizového kurzu podstatný význam.<sup>11</sup>

Z předchozího výkladu víme, že:

- a)  $er = P_D - P_Z$  - tzn., že změna devizového kurzu je determinována inflačním diferenciálem,
- b)  $er^e = p_D^e - p_Z^e$  - očekávaná změna promptního kurzu je determinována diferenciálem očekávané inflace,

<sup>11</sup> JANKOVSKÁ, A., SPONER, M.: *Mezinárodní finance*. Brno, Masarykova univerzita, 1999, s. 57.



c)  $f = IR_D - IR_Z$  - termínová prémie (resp. srážka) je determinována úrokovým diferencíálem, přičemž termínový kurz je indikátorem očekávaného promptního kurzu.

Jestliže současně podle mezinárodního Fisherova efektu platí, že:

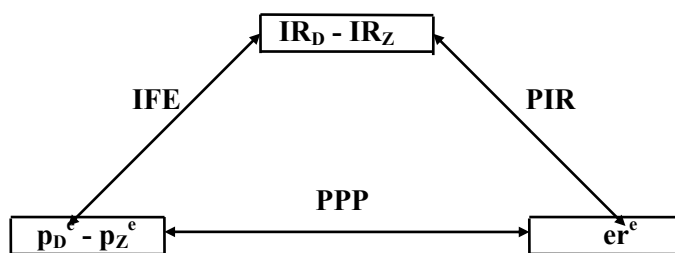
d)  $IR_D - IR_Z = p_D^e - p_Z^e$  - úrokový diferencíál je v zásadě dán diferencíálem očekávané inflace,

pak platí rovněž, že:

e)  $er^e = IR_D - IR_Z$  - očekávaná změna promptního kurzu je determinována úrokovým diferencíálem.

Vzájemné vztahy mezi inflací, úrokovou mírou a devizovým kurzem ukazuje obrázek č. 2.15.

**Obrázek č. 2.15: Vzájemné souvislosti inflace, úrokové míry a devizového kurzu**



**PPP** - parita kupní síly,

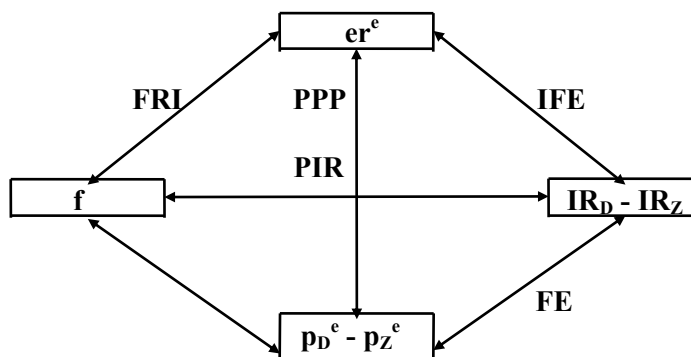
**PIR** - parita úrokové míry,

**IFE** - mezinárodní Fisherův efekt,

$er^e$  - očekávaná změna kuru.

Klíčové teoretické vazby mezi promptním kurzem, termínovým kurzem, inflací a úroky zachycuje obrázek č. 2.16.

**Obrázek č. 2.16: Vzájemné souvislosti devizového kurzu, inflace, úrokové míry a termínové prémie (srážky)**



**FE** - Fisherův efekt,

**FRI** - termínový kurz jako indikátor očekávaného promptního kurzu.

Na závěr je možné shrnout, že k depreciaci měny dochází zejména tehdy, jestliže v zemi:

- a) je vyšší míra inflace než v ostatních zemích a
- b) dochází k poklesu reálné úrokové míry.

Protože se však ve vývoji nominálního úroku odráží míra očekávané inflace, lze z toho usuzovat, že znehodnocení či zhodnocení devizového kurzu více či méně odpovídá úrokovému diferenciálu. Podle mezinárodního Fisherova efektu lze tedy očekávat, že měny s nižší úrokovou mírou budou vykazovat tendenci k apreciaci ve srovnání s měnami s vyšší úrokovou mírou. Devizové kurzy se tak mění proto, že odrážejí tendenci k dosažení rovnováhy na trhu kapitálu.

Studie vybraných měn, které testovaly vztah vývoje devizových kurzů ve vazbě na úrokový diferenciál, ukázaly, že u zemí s relativně vysokou nominální úrokovou mírou skutečně existuje větší tendence ke znehodnocování devizových kurzů jejich měn než u zemí s relativně nízkou nominální úrokovou mírou. Výjimkou jsou krátká období, kdy relativně vysoká nominální úroková míra koresponduje i s relativně vysokou reálnou úrokovou mírou. V těchto případech vysoká nominální úroková míra vede naopak ke zhodnocování kurzu měny příslušné země.

Při konstrukci testovaných modelů a hodnocení jejich výsledků je nutné brát v úvahu, že kapitálové pohyby mohou být determinovány i dalšími faktory:

- rozdílným zdaněním,
- politickými a ekonomickými riziky,
- transakčními náklady a
- budoucími očekáváními investorů (zhodnocení, resp. znehodnocení kurzu měny).

Očekávání investorů jsou významným faktorem determinace devizového kurzu. Očekávaná devalvace (depreciace) často uspořádá skutečné znehodnocení devizového kurzu. Obdobně působí očekávání vyšší míry inflace, poklesu úrokových sazeb, ale i očekávání politických a hospodářských otřesů atd. Právě očekávání, často ovlivněná i subjektivními prohlášeními významných osobností, vysvětlují značnou rozkolísanost kurzového vývoje v krátkém období v posledních letech.

## **Shrnutí kapitoly**

Devizové kurzy spojují vnitřní ekonomiku s vnějším prostředím a zprostředkovávají tak vliv vnějších ekonomických vztahů na domácí ekonomické procesy. Devizový kurz má svou kvantitativní a kvalitativní stránku. Z kvantitativního hlediska se jeví jako jednoduchá veličina, která udává, v jakém poměru se zahraniční měnové jednotky vzájemně přepočítávají a směňují. Devizový kurz však musíme posuzovat především z jeho kvalitativní stránky a vysvětlit, které faktory určují rovnovážnou úroveň kurzu a jeho změny v daných měnových, ekonomických a politických podmínkách. Devizový kurz chápeme jako měnovou veličinu, která vyjadřuje cenu zahraničních měnových jednotek v národní měně, nebo cenu národní měnové jednotky v zahraničních měnách. Tato cena se tvoří rozdílně podle toho, zda se jedná o měnu směnitelnou nebo nesměnitelnou. Mezi faktory ovlivňující vývoj devizových kurzů patří platební bilance, devizová spekulace, intervence centrálních bank, inflační a úrokový diferenciál, domácí ekonomické a politické podmínky. Tyto faktory způsobují oscilaci devizových kurzů na devizových trzích. Na ceně deviz se projevují prostřednictvím působení

tržních sil poptávky a nabídky. Každý z těchto faktorů vede k posunu poptávky po určité měně, nebo k posunu nabídky příslušné měny ve vztahu k jiným měnám, což vyvolává změny v jejich devizových kurzech.

### **Otázky k zamyšlení**

1. Vysvětlete, jak chápete pojem devizový kurz, a jaký je význam devizových kurzů v ekonomice.
2. Jaký je rozdíl mezi interně směnitelnými měnami a externě směnitelnými měnami?
3. Vysvětlete rozdíl mezi apreciací devizového kurzu a revalvací devizového kurzu.
4. Obdobně vysvětlete rozdíl mezi depreciací devizového kurzu a devalvací devizového kurzu.
5. Jaké jsou hlavní determinanty vývoje devizových kurzů?
6. Na čem je založena teorie parity kupní síly? Vysvětlete rozdíl mezi její absolutní a relativní verzí.
7. Co je to úrokový diferenciál? Jakým způsobem se projevuje ve vývoji devizových kurzů?
8. Vysvětlete podstatu mezinárodního Fisherova efektu. Jak se projevuje ve vývoji devizových kurzů?

### **Pojmy k zapamatování**

- devizový kurz,
- interně směnitelné měny,
- externě směnitelné měny,
- apreciacie devizového kurzu,
- depreciace devizového kurzu,
- revalvace devizového kurzu,
- devalvace devizového kurzu,
- devizové intervence,
- parita kupní síly,
- inflační diferenciál,
- reálný devizový kurz,
- parita úrokové míry,
- úrokový diferenciál,
- promptní devizový kurz,
- termínový devizový kurz,
- Fisherův efekt,
- mezinárodní Fisherův efekt.

# 3 SYSTÉMY DEVIZOVÉHO KURZU

## Cíl kapitoly

Cílem této kapitoly je ukázat jak se tvoří systém devizového kurzu a která kritéria ovlivňují klasifikaci systémů devizového kurzu. Pozornost budeme věnovat také charakteristice jednotlivých systémů a historickému vývoji kurzu československé, resp. české koruny a kurzové politice České národní banky.

## Časová zátěž

Studiu této kapitoly věnujte pátý až osmý týden semestru v celkovém rozsahu 15 hodin.

## 3.1 Úvod do problematiky

V dosavadním výkladu jsme se zabývali devizovým kurzem jako obecnou ekonomickou kategorií. Objasnili jsme si faktory oscilace a determinace devizového kurzu, tedy jeho **objektivní (kvalitativní) stránku**. Devizový kurz má však i svou **subjektivní stránku**, je důležitým nástrojem hospodářské politiky vlády, resp. důležitým nástrojem měnové politiky centrální banky. Jestliže budeme posuzovat devizový kurz jako nástroj hospodářské politiky, zjistíme, že v jednotlivých zemích existuje velmi rozdílné konkrétní uspořádání kurzových vztahů. Projevuje se mimo jiné také tím, že různé země používají rozdílná pravidla a mechanismy tvorby devizového kurzu a jeho řízení při uskutečňování plateb do zahraničí a inkas ze zahraničí. Soubor těchto pravidel a mechanismů tvoří **systém devizového kurzu**.

Konkrétní uspořádání kurzových vztahů v rámci jednotlivých systémů devizových kurzů je spojeno především s odlišnou úlohou vlády (resp. centrální banky) a trhu při determinaci devizového kurzu a současně s rozdílnou mírou pružnosti či stability kurzu. Různé systémy devizových kurzů působí rozdílně na přizpůsobování vnitřních a zahraničních cen, na platební bilanci i vývoj devizových rezerv. Vytvářejí rovněž nestejné předpoklady pro měnovou a fiskální politiku i pro vznik a řízení devizových rizik v mikrosféře.

V této kapitole se seznámíme s klasifikací systémů devizových kurzů v tržních i netržních ekonomikách. Schematické příklady budeme konfrontovat se systémy, které se používají v různých zemích. Pozornost budeme nejdříve věnovat těm systémům, které jsou charakteristické pro směnitelné měny:

- systém volně pohyblivých kurzů, označovaný jako floating (anglicky clean float, free float nebo též independent float),
- systém kurzů s řízenou pohyblivostí, resp. řízeného floatingu (anglicky dirty float, nebo také managed float),
- systém pevných kurzů s limitovanými pásmy oscilace (fixed rates, nebo adjustable peg),
- systém kurzů vázaných (pegged), ať už k jedné měně anebo ke skupině měn (měnovému koši),
- systém regionálně pevných kurzů (např. Exchange Rate Mechanism v rámci EMS),
- systém kurzů s klouzavými (postupnými) změnami parit (crawling peg).

Všechny uvedené systémy představují různé varianty **pružných kurzů** (flexible rates), které jsou typické pro směnitelné měny. Vedle toho však existují rozdílné způsoby uspořádání kurzů nesměnitelných měn v netržních ekonomikách. Jedná se o **nepružné devizové kurzy**, které nereagují na vývoj tržních faktorů. Fungování systémů nepružných devizových kurzů si ukážeme na příkladu kurzu československé koruny a jeho vývoje v období 1953 - 1990. Prostudujeme systém nepohyblivého oficiálního kurzu, systém korigovaných kurzů se skrytou oscilací a zaměříme se i na základní otázky týkající se systému kurzu čs. koruny po zavedení její vnitřní a vnější směnitelnosti.

## 3.2 Klasifikace systémů devizového kurzu

Dříve než začneme věnovat pozornost charakteristice jednotlivých systémů devizových kurzů, seznámíme se s rozhodujícími kritérii pro jejich klasifikaci. Patří mezi ně především:

- a) kvalitativní charakter měny (tj. její směnitelnost či nesměnitelnost),
- b) způsob vymezení ústředního kurzu,
- c) změny ústředního kurzu,
- d) intervence centrální banky na devizovém trhu,
- e) rozsah oscilace devizového kurzu,
- f) regionální či nadregionální spolupráce při determinaci devizového kurzu.

### Kvalitativní charakter měny

Podle údajů Mezinárodního měnového fondu disponuje směnitelnou měnou 162 členských zemí Fondu. Ne všechny tyto měny však mají stejné uplatnění v mezinárodním platebním styku. Některé se podílejí na mezinárodních platbách a inkasech jen nepatrným způsobem, protože mezinárodní obchod zemí emitujících tyto měny dosahuje z celosvětového hlediska jen nepatrných rozměrů. Naproti tomu směnitelné měny vyspělých průmyslových zemí ovlivňují mezinárodní platby a inkasa rozhodujícím způsobem. Devizové kurzy směnitelných měn, které jsou předmětem koupě a prodeje na mezinárodních (popř. i národních) devizových trzích, se vždy s větší či menší pružností přizpůsobují faktorům, které určují jejich reálnou a rovnovážnou úroveň, a proto jsou také vždy spojeny s některou z variant systémů pružných kurzů. Naproti tomu devizové kurzy nesměnitelných měn se netvoří na devizovém trhu a krátkodobě ani dlouhodobě se těmto faktorům nepřizpůsobují. Jsou proto spojeny s některou z variant nepružných kurzů, tzn. jsou buď nepohyblivé, administrativně stanovené, diferencované, oficiálně korigované různými měnovými nebo i finančními nástroji, popř. mají jinou formu systému nepružných kurzů.

### Způsob vymezení ústředního kurzu

Dalším významným prvkem systémů devizových kurzů je způsob stanovení ústřední úrovně kurzu. Teoreticky lze rozlišit několik základních variant:

- podle poměru zlatých obsahů porovnávaných měn,
- vztahem k jiné národní měně,
- vztahem ke skupině měn, a to buď metodou standardního či nestandardního měnového koše,

- na základě administrativního vymezení,
- na základě nabídky a poptávky po národní měně na domácím a mezinárodním devizovém trhu. (Odvození hodnoty devizového kurzu na základě nabídky a poptávky po dané měně se týká především systémů volně pohyblivých kurzů, kde však nelze hovořit o vymezení ústředního kurzu. Blíže viz kapitola 3.3.)

Určení ústředního kurzu **podle poměru zlatých obsahů** srovnávaných měn se v současné době již nepoužívá. Bylo typické zejména pro období neomezené směnitelnosti za zlato v podmínkách klasického zlatého standardu. Od zlatého obsahu měn se odvozovaly až do poloviny 70. let také kurzy měn členských zemí Mezinárodního měnového fondu. V souvislosti s ústupem zlata z jeho měnových funkcí byly na mezinárodní konferenci v Kingstonu na Jamajce v roce 1976 přijaty zásady, podle nichž zlato přestalo plnit úlohu denominátora měn. V roce 1978 byly dohody z Kingstonu přijaty de iure a zakotveny i právně v tzv. Druhém dodatku ke Statutu MMF.

**Vztahem k jiné národní měně** se v současných podmínkách určují devizové kurzy měn mnoha zemí. Tyto země nejčastěji odvozují kurzy svých měn vztahem k americkému dolaru, britské libře, EUR či některé další měně. Příkladem tohoto způsobu stanovení ústředního kurzu byly rovněž vzájemné bilaterální kurzy členských zemí kurzového mechanismu EMS. Tyto kurzy tvořily tzv. paritní mřížku, která byla základem pro vymezení dohodnutých pásem oscilace.

Relativně novým způsobem určení ústředního kurzu je jeho odvození od skupiny národních měn **metodou měnového koše**, ať už standardního (měnový koš SDR) nebo nestandardního. K určení ústředního kurzu metodou koše je nutné:

- stanovit jeho měnovou strukturu a váhy jednotlivých měn v koši,
- zvolit propočtovou měnu (vedoucí měnu v měnovém koši, ke které se budou přepočítávat kurzy jednotlivých měn),
- zjistit výchozí bazické kurzy měn v měnovém koši (tj. kurzy, které budou tvořit faktickou hodnotovou základnu koše),
- zjistit běžné promptní kurzy k datu propočtu nového kurzu,
- propočítat kurz košové jednotky,
- odvodit kurzy jednotlivých měn.

Určení devizového kurzu metodou koše je blíže vysvětleno v kapitole 3.5 na příkladu vymezení ústředního kurzu československé, resp. české koruny.

Za standardní měnový koš je považován koš měnové jednotky SDR (Special Drawing Rights). Tato uměle vytvořená nadnárodní měnová jednotka vstoupila do mezinárodního měnového systému (svou první emisí) v roce 1970. Původně byla jednotka SDR paritní s USD a její hodnota byla rovněž dána zlatým obsahem. Od roku 1974 začala být její hodnota vyjadřována na základě měnového koše, původně složeného ze 16 měn vyspělých zemí. Od roku 1981 tvořilo strukturu měnového koše jednotky SDR pět měn, od roku 1999 jsou v měnovém koši jednotky SDR pouze čtyři měny (USD, EUR, JPY a GBP). Struktura koše a váhy jednotlivých měn v koši se periodicky prověřují. Podrobněji se touto měnovou jednotkou a určením její hodnoty zabýváme v kapitole 5.2.

Další významnou košovou jednotkou byla European Currency Unit (ECU). ECU vznikla v roce 1979 v souvislosti se zahájením činnosti EMS a byla až do roku 1998 jedním z jeho základních pilířů. Obsahovala přesně vymezená množství 12 měn členských zemí EMS, která

v zásadě odrážela jejich ekonomickou váhu v Evropském společenství (EU). Váhy jednotlivých měn byly revidovány v pravidelných pětiletých intervalech. Rozhodující váhu v měnovém koši ECU měla DEM (33 %), dále FRF (21 %) a GBP (11 %).

V současnosti okolo 25 zemí používá k určení kurzu své měny vlastní, resp. národní měnový koš, který zpravidla zahrnuje měny, v nichž probíhá rozhodující část mezinárodního platebního styku dané země. K těmto zemím patřila až do roku 1997 i Česká republika.

Stanovení ústředních kurzů **na základě administrativního rozhodnutí** je typické pro nesměnitelné měny. V tomto případě může být devizový kurz stanoven zcela subjektivně rozhodnutím státních orgánů, jak tomu bylo např. při stanovení oficiálních kurzů nesměnitelných měn bývalých socialistických zemí na počátku 50. let. Může se však také opírat o propočet „ceny“ deviz na základě zjištěných reprodukčních nákladů deviz, jak o to usilovaly některé tyto země od konce 60. let. Dalším možným způsobem je propočet ústředního kurzu na základě parity kupní síly porovnávaných měn.

### **Změny ústředního kurzu**

Změny měnových parit a ústředních kurzů mohou probíhat:

- pravidelně nebo nepravidelně,
- skokem nebo postupně (či klouzavě).

Pravidelné změny měnových parit či ústředních kurzů by umožnily plynule zajistit soulad mezi nominálními a reálnými devizovými kurzy. Přesto tento model nebyl v mezinárodním měnovém systému zatím uplatněn. Do poloviny 70. let prováděly členské země Mezinárodního měnového fondu změny měnových parit nepravidelně a skokem, a to v případě, že v zemi vznikla tzv. „základní nerovnováha“. V rámci kurzového mechanismu EMS docházelo rovněž k nepravidelným, ale častějším změnám ústředních kurzů, zpravidla po předchozích konzultacích zúčastněných zemí. Některé země prováděly postupné změny ústředních kurzů (v systému kurzu s postupnými změnami parit). Devizové kurzy se v tomto případě více méně automaticky přizpůsobovaly měnícím se ekonomickým a měnovým podmínkám.

### **Intervence centrální banky na devizovém trhu**

Intervence centrální banky na devizovém trhu a s tím spojená míra pružnosti kurzu patří k dalším podstatným prvkům klasifikace systémů devizových kurzů. Devizový kurz může buď zcela neomezeně reagovat na přirozené tržní faktory, které určují jeho rovnovážnou úroveň, anebo je pružnost jeho pohybu limitována. V podmínkách zlatého standardu se vytvářely přirozené hranice oscilace kurzů, neboť existovala neomezená směnitelnost měn za zlato a volný pohyb zlata i zboží ze země do země. V okamžiku, kdy bylo výhodnější platit závazky do zahraničí zlatem, než nakupovat na devizovém trhu příslušnou devizu za znehodnocující se kurz domácí měny, se přestala zvyšovat poptávka po devizách, a kurz domácí měny se stabilizoval na úrovni horního zlatého bodu.

V soudobých podmínkách může být pružnost devizového kurzu omezována intervencemi centrální banky. Tyto intervence se uskutečňují buď na základě mezinárodních dohod nadregionálního charakteru (např. bretton-woodský měnový systém), regionálního charakteru (např. ERM) nebo individuálně podle záměrů kurzové politiky jednotlivých zemí.

Země volí systém intervenovaných kurzů s menší pružností zejména v případě preference větší stability devizového kurzu pro rozvoj mezinárodního obchodu, mezinárodního pohybu kapitálu a mezinárodní spolupráce vůbec. Naopak ty země, které preferují realnost kurzu na úkor jeho stability, ponechávají vývoj devizových kurzů svých měn závislý čistě na vývoji tržních faktorů, anebo alespoň jejich pohyb zásadně nelimitují.

### **Rozsah oscilace devizového kurzu**

Pružnost devizových kurzů souvisí rovněž s rozsahem povolené, resp. dohodnuté oscilace. Preference stability kurzu je spojena s užšími pásmy oscilace. Užší pásma oscilace byla typická především pro systém pevných kurzů MMF v rámci bretton-woodského měnového systému do poloviny 70. let. Úzká pásma oscilace v tomto období byla často považována za příčinu asymetrického vývoje platebních bilancí. Návrhy na rozšíření pásem oscilace se realizovaly na počátku 70. let, kdy skupina nejvyspělejších států (v rámci opatření, jimiž se měla obnovit stabilita narušeného mezinárodního systému) rozšířila povolená pásma oscilace svých národních měn vůči americkému dolaru z  $\pm 1\%$  na  $\pm 2,25\%$  směrem nahoru a dolů od základní parity. Vymezená pásma oscilace používaly i členské země EU zapojené do kurzového mechanismu EMS. Pásma oscilace devizových kurzů mají vliv také na devizové rezervy jednotlivých zemí. Úzká pásma oscilace kladou vysoké nároky na devizové rezervy, naopak širší pásma oscilace snižují nároky na devizové rezervy zemí.

### **Regionální či nadregionální spolupráce při determinaci devizového kurzu**

Současné uspořádání kurzových vztahů v mezinárodním měnovém systému není pouze individuální záležitostí jednotlivých zemí. Mezinárodní měnová spolupráce ovlivňuje kurzovou politiku mnoha zemí, ať už přímo při intervencích na mezinárodních devizových trzích, nebo nepřímo, např. v oblasti úrokové politiky a dalších mezinárodně platných zásad. Pro převážnou část zemí je typické, že se ve větší či menší míře řídí doporučeními MMF, skupiny G 20, či jsou přímo vázány regionálními pravidly. Mezinárodní spolupráce v kurzové oblasti může být regionální nebo nadregionální a devizové kurzy mohou být povinné (obligatorně) nebo fakultativně intervenované.<sup>12</sup>

## **3.3 Systémy pružných devizových kurzů**

Postupný rozpad bretton-woodského měnového systému začátkem 70. let byl zároveň rozpadem relativně jednotného kurzového systému členských zemí Mezinárodního měnového fondu. Nerovnováha vnějších vztahů, vnitřní ekonomické problémy jednotlivých zemí a nejednotné cíle národních hospodářských politik se plně odrazily ve vzniku rozdílných kurzových soustav. Oficiální zavedení floatingu v březnu 1973, které bylo ex post potvrzeno Kingstonskými dohodami (1976), dalo dalšímu vývoji pouze legální právní rámec.

Současná světová kurzová soustava je značně nejednotná a vyznačuje se existencí celé řady národních a regionálních kurzových systémů. Při klasifikační analýze jednotlivých systémů devizových kurzů je možné se opírat o uvedená základní kritéria klasifikace. V následujícím textu se zaměříme na systémy devizových kurzů směnitelných měn, vysvětlíme mechanismus fungování jednotlivých systémů a jejich působení na ekonomiku. Tato část je strukturována tak, aby postihla kromě věcných rozdílů mezi jednotlivými systémy i historický vývoj diskuse nad touto problematikou. Z uvedeného důvodu se nejdříve věnujeme bretton-woodskému systému pevných kurzů s vazbou na jednu národní měnu. Tento systém následně

<sup>12</sup> JANKOVSKÁ, A., SPONER, M.: *Mezinárodní finance*. Brno, Masarykova univerzita, 1999, s. 72 - 75.



konfrontujeme s názory zastánců floatingu. Závěrečná část je věnována současným modifikacím pevných devizových kurzů.

### 3.3.1 Systém pevných kurzů s vazbou na jednu národní měnu

Pevná vazba kurzu domácí měny na jednu národní měnu je historicky nejstarší formou pevných devizových kurzů. Na principech tohoto systému byl založen i tzv. bretton-woodský měnový systém, který fungoval s určitými úpravami nepřetržitě v letech 1945 - 1973. Šlo o pevnou vazbu všech měn členských zemí Mezinárodního měnového fondu na americký dolar s pásmy oscilace  $\pm 1\%$  (od roku 1971  $\pm 2,25\%$ ). Po rozpadu bretton-woodského měnového systému řada zemí pokračovala v pevné vazbě svých měn na individuálně zvolené národní měny.

Pevné kurzy jsou (i přes svůj název) jednou z variant pružných kurzů. Jejich pružnost je však na rozdíl od volně pohyblivých kurzů limitována. Pevné se nazývají proto, že se pohybují pouze v rámci pevně stanovených hranic oscilace. Základem mechanismu fungování pevného devizového kurzu s vazbou na jednu vůdčí měnu je tedy stanovení ústředního kurzu a vymezení povolených pásem oscilace. Tento systém pevných kurzů je v anglické literatuře označován termínem adjustable peg, někdy je také nazýván systémem bretton-woodských kurzů. Centrální banka zabezpečuje dodržování stanovených pásem oscilace prostřednictvím devizových intervencí na devizovém trhu.

Ústřední kurz v tomto systému by měl odrážet dlouhodobě rovnovážnou hodnotu devizového kurzu z pohledu záměrů hospodářské politiky v oblasti rovnováhy platební bilance. Nejčastěji jde o rovnováhu (rovnovážný kurz) definovanou na úrovni rovnováhy běžné bilance. Stanovení ústředního kurzu nelze považovat za absolutně neměnné, a to zejména za situace, kdy příslušná země má trvalé problémy s nerovnovážným vývojem své platební bilance. V tomto případě by centrální banka měla provádět relativně pružné devalvační či revalvační úpravy ústředního kurzu.

Pásma oscilace mohou být stanovena v různém rozpětí. Úzká pásma oscilace jsou na jedné straně výhodná pro domácí exportéry a importéry, neboť minimalizují jejich kurzové riziko, na druhé straně nejsou nejvhodnější z pohledu měnové politiky centrální banky. Uhlídání pohybu devizového kurzu v úzkých pásmech oscilace je náročné jednak na rozsah prováděných devizových intervencí, jednak je zde značně omezen manévrovací prostor centrální banky při kontrole domácí peněžní zásoby a domácích úrokových sazeb. Z těchto důvodů lze pozorovat historický posun spíše ve prospěch širších pásem oscilace.

Vyrovnání nabídky deviz s poptávkou po devizách na úrovni intervenčních bodů je primárním stabilizačním efektem devizových intervencí. Neméně důležitý je však i sekundární měnový efekt devizových intervencí, který působí prostřednictvím změny peněžní zásoby. Prodej deviz na devizovém trhu totiž zároveň znamená nákup domácí měny a snížení peněžní zásoby. Vzniká tedy převis poptávky po penězích nad peněžní nabídkou, který by měl vést k růstu domácí úrokové míry. Menší množství peněz v rukou domácích subjektů by mělo vést i ke snížení importu zboží a služeb. Opačná bude situace v případě devizových intervencí ve prospěch devizových rezerv (nákupu deviz).

V případě, že centrální banka připustí plný dopad devizových intervencí na peněžní zásobu, mluvíme o tzv. nesterilizovaných devizových intervencích. Pokud se centrální banka rozhodne neutralizovat dopad devizových intervencí na peněžní zásobu prostřednictvím operací na volném trhu, mluvíme o tzv. sterilizovaných devizových intervencích. V případě, kdy centrální banka intervenuje proti znehodnocení domácí měny tím, že prodává devizy z devizových rezerv, by šlo o sterilizaci prostřednictvím nákupu státních cenných papírů v

rámci operací na volném trhu. Pokles domácí peněžní zásoby, způsobený prodejem deviz ze strany centrální banky, by tedy byl kompenzován růstem peněžní zásoby v důsledku nákupu státních cenných papírů.

Důvodem pro sterilizaci devizových intervencí (v případě intervencí namířených proti znehodnocování domácí měny) obvykle bývá snaha centrální banky nepřipustit růst domácí úrokové míry, pokles agregátní nabídky a růst nezaměstnanosti v důsledku poklesu peněžní zásoby.

Převážná většina ekonomů však považuje sekundární efekt devizových intervencí na peněžní zásobu za rozhodující pro konečnou stabilizaci devizového kurzu. Z tohoto důvodu nejsou sterilizované intervence proti znehodnocování domácí měny obvykle považovány za příliš účinné. Centrální banka je při sterilizovaných intervencích sice schopna krátkodobě vyrovnat nabídku deviz s poptávkou po devizách, ale zároveň prostřednictvím nákupu státních obligací obnovuje v ekonomice původní výši peněžní zásoby, která bude opětovně vyvolávat převis devizové poptávky nad devizovou nabídkou.

### 3.3.2 Systém volně pohyblivých devizových kurzů

Pevné devizové kurzy fungující v rámci bretton-woodského měnového systému se již v 50. letech staly terčem kritiky monetaristicky orientovaných ekonomů. Monetaristé upozorňovali na skutečnost, že pevné devizové kurzy způsobují přenos inflace z jedné země do druhé. Rychlejší růst cen v jedné zemi se při pevném devizovém kurzu automaticky přenáší do druhé země prostřednictvím vyšších importních cen.

Pevné devizové kurzy také omezují možnost provádění nezávislé domácí měnové politiky. Jestliže např. centrální banka provede peněžní expanzi ve snaze snížit úrokovou míru a stimulovat hospodářský růst, povede zároveň pokles úrokové míry k odlivu kapitálu a k deficitu platební bilance. Tímto způsobem bude vyvolán tlak na znehodnocení domácí měny, který nutí centrální banku k devizovým intervencím. Intervenční prodeje deviz a nákupy domácí měny budou však působit restriktivně na domácí peněžní zásobu a povedou k opětovnému poklesu hospodářského růstu a zaměstnanosti.

Vyrovňovací procesy běžné bilance prostřednictvím pohybu cenové hladiny a důchodu, které jsou základem automatického mechanismu obnovování rovnováhy platební bilance, v systému pevného devizového kurzu prakticky nefungují. Při deficitu běžné bilance, kdy centrální banka v rámci devizových intervencí prodává devizy a stahuje domácí měnu z oběhu, může k vyrovnání platební bilance teoreticky dojít prostřednictvím poklesu domácí cenové hladiny. Protože však ceny a mzdy jsou směrem dolů v krátkém období nepružné, muselo by k vyrovnání běžného účtu dojít prostřednictvím poklesu důchodu, což je však politicky nepopulární. Většina vlád má proto v systému pevného devizového kurzu tendenci řešit deficitní nerovnováhu běžného účtu celní restrikcí importu (popř. proexportními nástroji), což je však v rozporu s komparativní efektivností zahraničního obchodu.

Monetaristé dále tvrdí, že devizové intervence při stabilizaci devizového kurzu mohou být nahrazeny stabilizačními pohyby spekulativního kapitálu. Nahrazení devizových intervencí stabilizačními pohyby kapitálu by umožnilo výrazně snížit potřebu devizových rezerv.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup>Milton Friedman například zdůrazňoval, že základní nevýhodou stabilizace devizového kurzu prostřednictvím devizových intervencí je finanční nezainteresovanost státních úředníků v centrální bance, kteří tyto intervence provádějí. Na rozdíl od spekulantů nemusí státní úředníky ztráty při devizových operacích příliš trápit, což podporuje jejich neracionální chování.

Z uvedených námitek vyplývá, že logickým protinávrhem monetaristů k systému pevných devizových kurzů bylo zavedení floatingu (volně pohyblivých devizových kurzů), konkrétně volného floatingu (free floating), ve kterém centrální banky neprovádějí žádné devizové intervence a devizový kurz je čistě pod tlakem devizových operací prováděných soukromými subjekty. Umírněnější zastánci floatingu navrhovali zavedení tzv. řízeného floatingu (managed floating), při kterém centrální banky intervenují pouze příležitostně při silných destabilizačních pohybech spekulativního kapitálu.

V představách monetaristů měl volný pohyb devizového kurzu automaticky zajišťovat rovnováhu platebních bilancí a napomoci k odstranění všech bariér bránících rozvoji zahraničního obchodu. Floating měl zároveň zajistit provádění nezávislé vnitřní měnové politiky a zabránit přenosu inflace z jedné země do druhé.

K širšímu uplatnění volně pohyblivých kurzů došlo v souvislosti s rozpadem bretton-woodského měnového systému na počátku 70. let.<sup>14</sup> Některé země uplatňovaly floating nepřímo, vazbou své měny na USD či jinou volně pohyblivou národní měnu. V návaznosti na doporučení mezinárodní konference v Kingstonu na Jamajce, v roce 1976, se stal systém volně pohyblivých kurzů jedním z možných systémů uplatňovaných v rámci Mezinárodního měnového fondu.

Volně pohyblivé kurzy se přizpůsobují bez omezení, tedy volně, změnám poptávky a nabídky na devizovém trhu a reagují tak zcela přirozeně na vývoj inflace, úrokových sazeb a dalších tržních faktorů, které determinují jejich rovnovážnou úroveň. Volně pohyblivé kurzy se uplatňují zásadně u volně směnitelných měn. Nemají vymezen ústřední kurz a rozsah jejich oscilace není nijak omezen, tzn. že nejsou intervenovány ani povinně ani fakultativně centrální bankou. Mezinárodní spolupráce ovlivňuje jejich vývoj zpravidla jen nepřímo. Pokud země uplatňuje čistý floating, provádí nezávislou kurzovou politiku, s tím, že respektuje případná mezinárodní ujednání, která mají nepřímý vliv na vývoj devizového kurzu (např. v oblasti úrokové politiky).

Od zavedení floatingu se očekávalo, že přispěje ke zmírnění nerovnováh platebních bilancí, oslabení dovozu inflace, a zmírní závislost rozvoje mezinárodních měnových vztahů na míře mezinárodní likvidity. Přestože zavedení floatingu vedlo k některým pozitivním výsledkům, již krátce po rozšíření systému volně pohyblivých kurzů bylo zřejmé, že očekávání spojená s floatingem se nenaplnila. Neomezený pohyb devizových kurzů předních světových měn se stal jedním ze závažných destabilizačních činitelů vývoje světové ekonomiky jako celku. Aplikace floatingu nedokázala vyřešit problém nerovnováhy platebních bilancí, inflace ani devizových rezerv. Nerovnováha platebních bilancí se po zavedení floatingu spíše prohloubila. Účinnost změny devizového kurzu na vyrovnaní platební bilance závisí nejenom na samotném pohybu kurzu, ale též na komplexu vztahů elasticity poptávky a nabídky exportu a importu a na důchodovém účinku, který vyplývá ze změn v poptávce po zboží a službách po změně devizového kurzu. Systém volně pohyblivých kurzů také nevedl k oslabení inflačních tlaků. Naopak, depreciace celé řady měn vedla ke zdražení dovozních vstupů a následnému prohloubení inflačního zvyšování cen. Vysoká míra volatility devizových kurzů byla přitom tlumena intervencemi centrálních bank na devizových trzích v rozsahu, který neměl v historii měnového vývoje obdobu. Představa zastánců floatingu, podle níž zavedení volně pohyblivých kurzů umožní snížit potřebu mezinárodních devizových rezerv, tedy rovněž selhala. Naopak se prokázalo, že v praxi jsou devizové trhy v podmínkách floatingu vystaveny skutečným rizikům spekulativního pohybu kapitálu.

---

<sup>14</sup> Zatímco před zrušením směnitelnosti USD za zlato v roce 1971 používalo floating pouze 4 % měn, v roce 1973 po druhé devalvaci USD to bylo 17 % a v roce 1976 zahrnoval volný floating již 30 % měn.

Z výše uvedeného je zřejmé, že systém volně pohyblivých devizových kurzů bez jakéhokoli ovlivňování centrální bankou, je třeba chápat spíše jako výjimečný nebo teoretický model. Tomuto teoretickému modelu se blíží křížové kurzy předních světových měn (USD, JPY, EUR). V současných kurzových vztazích platí, že i když není oscilace devizového kurzu omezena přímo předem stanovenými limity, je vývoj poptávky a nabídky deviz často regulován nepřímými zásahy centrální banky (např. změnami úrokových sazeb), resp. státu (cenovou, důchodovou, daňovou politikou). Snahy po regulování volného floatingu našly v polovině 80. let svůj odraz v zavedení řízeného floatingu, tzn. systému kurzů s řízenou pohyblivostí.<sup>15</sup>

### **3.3.3 Systém kurzů s řízenou pohyblivostí**

Reakcí na značnou rozkolísanost devizových kurzů v období 70. let byla řada jednání o spolupráci v kurzové oblasti. Za nejvýznamnější lze považovat Louvreskou dohodu (Louvre Accord) o zavedení řízeného floatingu, podepsanou v roce 1987 v Paříži. Tato dohoda navázala na jednání o spolupráci v oblasti kurzové politiky z roku 1985 (Plazza Agreement) a z roku 1986 v Tokiu.

Systém kurzů s řízenou pohyblivostí představuje kompromis mezi volně pohyblivými devizovými kurzy s neomezenou oscilací a pevnými kurzy se širokými pásmy oscilace. Je možné ho charakterizovat jako systém kurzů, jejichž pružnost je řízena na základě intervencí, které centrální banka provádí, aniž by k takovým opatřením byla zavázána dohodou o pevně stanovených a předem vymezených pásmech oscilace. Řízený floating umožňuje krátkodobě stabilizovat devizový kurz, zabránit jeho neúměrným výkyvům a snížit tak rizika a nejistoty v mezinárodním obchodě a investování. Současně ale vytváří předpoklady k tomu, aby devizový kurz v dlouhém období odrážel inflační diferenciál a ostatní základní dlouhodobé determinanty devizového kurzu.

### **3.3.4 Systémy pevných devizových kurzů po rozpadu bretton-woodského měnového systému**

Zavedení floatingu po roce 1973 u křížových kurzů hlavních světových měn (USD, DEM, JPY, CHF a dalších) bylo od počátku sledováno s určitými obavami. Zkušenosti se spekuláčními pohyby kapitálu v krátké době potvrdily, že stabilizační úlohu spekulace nelze přeceňovat a spekuláční pohyby mají velice často naopak destabilizující účinky na pohyb devizového kurzu.

Zvýšení volatility devizových kurzů při uplatňování floatingu se negativně dotýká zejména tří skupin zemí. Jde o malé země, země s vysokou otevřeností své národní ekonomiky vůči zahraničí a země s integračními tendencemi. Malé země trpí nevýhodou úzkého devizového trhu, který hůře absorbuje různé exogenní nabídkové a poptávkové šoky (např. pohyby spekulativního kapitálu). Exogenní šoky tedy destabilizují devizový kurz v případě malé země více než v případě velké země s rozsáhlejším devizovým trhem. Stupeň otevřenosti ekonomiky výrazně ovlivňuje citlivost příslušné země na zahraniční exogenní vlivy, tedy i citlivost na změny devizového kurzu. Například intenzita inflačních tlaků vyplývajících ze znehodnocení domácí měny je přímo úměrná stupni otevřenosti ekonomiky. Cenová hladina v zemích s vysokou otevřeností ekonomiky je tedy daleko více citlivá na změny devizového kurzu než cenová hladina v zemích s relativně nízkou otevřeností. Země s integračními tendencemi poukazují na skutečnost, že volně pohyblivé kurzy vedou k uvolnění disciplíny

---

<sup>15</sup> JANKOVSKÁ, A., SPONER, M.: *Mezinárodní finance*. Brno, Masarykova univerzita, 1999, s. 79.

měnové a fiskální politiky a k jednostrannému preferování národních zájmů v hospodářské politice. Zavedení floatingu mělo a má tedy dezintegrační účinky a nemůže vyhovovat zemím se silnými integračními cíli.

Pevné devizové kurzy po rozpadu bretton-woodského měnového systému našly proto své uplatnění zejména v malých a otevřených ekonomikách s integračními tendencemi. Postupně vznikly tři nové kurzové systémy:<sup>16</sup>

- systém kurzů s pevnou vazbou na měnový koš,
- systém regionálně pevných devizových kurzů,
- systém pevných kurzů s pružnými (postupnými) změnami ústředních kurzů.

### **Systém kurzů s pevnou vazbou na měnový koš**

V části 3.3.1 popisovaný systém pevných devizových kurzů s vazbou na jednu národní měnu byl kritizován mimo jiné i proto, že pevná vazba na jednu měnu fakticky představuje volný pohyb kurzu k ostatním měnám společně s vůdčí měnou. V podmínkách diverzifikovaného zahraničního obchodu nebo platebních vztahů proto ztrácí vazba na jednu měnu svoje opodstatnění a jako výhodnější se jeví vazba na individuální měnový koš nebo příp. vazba na standardizovanou košovou měnovou jednotku (SDR).

Výběr měn a stanovení jejich váhových podílů v měnovém koši bývá obvykle provedeno na základě podílu jednotlivých zemí v zahraničním obchodě dané země a dále na základě významu jednotlivých zahraničních měn pro mezinárodní platební styk této země.

Kurzové mechanismy založené na stanovení ústředního kurzu pomocí košové metody vykazují jeden společný znak. Za předpokladu, že nejsou provedeny devalvace nebo revalvace výchozích bazických kurzů, apreciační pohyby jedné skupiny měn v souboru se navzájem kompenzují s depreciačními pohyby druhé skupiny měn v souboru, tzn. že vykazují větší stabilitu devizového kurzu. Z makroekonomického i mikroekonomického (podnikového) hlediska má tato vlastnost svůj praktický význam pro rovnovážný vývoj zahraničního obchodu.

Popsaných vlastností kurzového systému s vazbou na měnový koš mohou využívat podniky a domácnosti i při optimalizaci svých devizových portfolií. Pokud má subjekt rozprostřena svá devizová aktiva přesně v poměru, jak jsou jednotlivé měny zastoupeny v měnovém koši, není celková hodnota jeho portfolia vyjádřená v domácí měně vystavena kurzovému riziku. Podmínkou však je, že centrální banka neprovede revalvací nebo devalvací výchozích bazických kurzů a nenechá kurz pohybovat v rámci pásem oscilace.

### **Systém regionálně pevných devizových kurzů (ERM)**

Uvolnění pohybu devizových kurzů po rozpadu bretton-woodského měnového systému bylo v rozporu s integračními tendencemi členských zemí Evropského společenství. Integrační úsilí těchto zemí v měnové oblasti vyvrcholilo v roce 1979 založením Evropského měnového systému (EMS). Hlavním cílem Evropského měnového systému bylo obnovit stabilní kurzové vztahy mezi měnami členských zemí a přispět tak k prohloubení ekonomické integrace. Evropský měnový systém se opíral o tři vzájemně propojené prvky – evropskou měnovou jednotku (ECU), evropský kurzový mechanismus (ERM) a o úvěrový mechanismus.

---

<sup>16</sup> JANKOVSKÁ, A., SPONER, M.: *Mezinárodní finance*. Brno, Masarykova univerzita, 1999, s. 79.

Kurzový mechanismus Evropského měnového systému spojoval systém pevných kurzů uplatňovaných v rámci daného regionu, se systémem volně pohyblivých kurzů mimo rámec regionu. Devizové kurzy měn zúčastněných zemí udržovaly striktně vymezená pásma oscilace mezi sebou navzájem, zatímco ve vztahu k měnám mimo ERM se volně pohybovaly. To umožňovalo snižovat kurzová rizika a vytvářet příznivější klima pro vzájemné obchodní a kapitálové transakce uvnitř regionu a zároveň byl měnový vývoj všech zúčastněných zemí ovlivňován vnějšími vlivy, zprostředkovanými především vývojem kurzu amerického dolaru a japonského jenu.

Evropský kurzový mechanismus byl tedy založen na intervenčních nákupech a prodeích národních měn členských zemí příslušnými centrálními bankami na jejich národních devizových trzích. Všechny měny členských zemí EMS měly stanovený střední kurz vůči měnové jednotce ECU. Na základě těchto středních kurzů byly propočteny křížovým pravidlem tzv. bilaterální střední kurzy zúčastněných měn vůči sobě navzájem. Centrální banky byly povinné udržovat tržní kurzy národních měn v rámci povoleného rozpětí (tzv. horního a dolního intervenčního bodu), které bylo původně stanoveno ve výši  $\pm 2,25\%$  (u britské libry, italské liry, španělské pesety, portugalského escuda  $\pm 6\%$ ). Po několika otřesech ERM v letech 1992 a 1993 byla oscilační pásma rozšířena na  $\pm 15\%$ . V době příprav na zahájení třetí etapy Hospodářské a měnové unie byla v rámci EMS často diskutována otázka, do jaké míry jsou takto široká pásma konzistentní s integračními cíli EU a zda je možné rozšíření pásem považovat pouze za přechodné. Skutečností však bylo, že centrální banky většiny členských zemí udržovaly dobrovolně užší pásma oscilace (často na úrovni původních  $\pm 2,25\%$ ).

Soustava bilaterálních středních kurzů národních měn byla základem tzv. paritní mřížky. Intervenční body byly v paritní mřížce vyjádřeny v absolutních částkách (v měnových jednotkách), jako nejnižší a nejvyšší vzájemné přípustné kurzy. Změna středních kurzů národních měn k měnové jednotce ECU znamenala i změnu bilaterálních středních kurzů národních měn, a tím i limitní výše vzájemných denních kurzů.

Intervenční mechanismus na udržení vzájemných kurzů národních měn rozlišoval tzv. marginální a mezimarginální intervence. V souladu s tím prováděly centrální banky preventivní intervence na devizových trzích již v situaci, kdy odchylky kurzů nedosahovaly marginální výše. Pokud této výše dosáhly, pak byla intervence povinná.

Kromě intervencí na udržení vzájemných kurzů národních měn byly prováděny i intervence ke stabilizaci devizových kurzů národních měn k měnové jednotce ECU. Bilaterální paritní mřížka měla totiž z hlediska regulace devizového kurzu a řízení jeho stability jednu zásadní nevýhodu. Neumožňovala určit, která země a do jaké míry je za apreciaci či depreciaci devizového kurzu odpovědná. Tento nedostatek řešil kurzový systém ERM dalším nástrojem, tzv. ukazatelem divergence. Ukazatel divergence byl vyjádřen poměrem skutečné procentní odchylky denního kurzu ECU od středního kurzu ECU a maximální odchylky denního kurzu ECU od středního kurzu ECU. Ukazatel signalizoval, že se určitá měna vyvíjela delší dobu odlišným způsobem ve srovnání s ostatními měnami. Od příslušné země se očekávalo, že po zvážení příčin, které vyvolaly napětí v kurzovém mechanismu, provede potřebná opatření ke zmírnění tohoto napětí. Těmito opatřeními mohla být intervence na devizových trzích, interní měnová opatření (především v oblasti úrokových sazeb), změna středních kurzů či jiná hospodářsko politická opatření.

Krise ERM v roce 1992 - 1993 potvrdila skutečnost, že základním předpokladem úspěšného fungování pevných devizových kurzů je v prvé řadě rovnovážný vývoj platebních bilancí a nízké rozpětí inflačních a úrokových diferenciálů mezi jednotlivými zeměmi. Pokud tyto předpoklady nejsou splněny, rozhoduje o dalším úspěšném fungování pevných devizových

kurzů ochota centrálních orgánů k pružným revalvacím a devalvacím ústředních kurzů svých měn.<sup>17</sup>

### **Systém pevných kurzů s pružnými změnami ústředních kurzů (crawling peg)**

Crawling peg je specifický typ systému pevného devizového kurzu, v rámci kterého centrální banka provádí relativně časté úpravy ústředního kurzu v postupných krocích. Systém kurzů s postupnými změnami parit tak představuje kompromis mezi systémem volně pohyblivých kurzů s neomezenou oscilací a systémem pevných kurzů. O tomto systému se původně přemýšlelo jako o jedné z alternativ, která by mohla nahradit bretton-woodský měnový systém. Přednost tohoto systému byla a je spatřována právě ve velice pružných úpravách ústředních kurzů, které jsou výhodné (nezbytné) zejména pro země s vysokými tempy inflace. Crawling peg je dokladem hledání racionální míry pružnosti kurzu, která by zabezpečovala jeho dlouhodobou reálnost a usnadnila hladký průběh vyrovnávacího procesu. Současně by umožňovala krátkodobou stabilitu devizového kurzu, a tím by snižovala kurzová rizika exportérů a importérů u krátkodobých pohledávek a závazků v zahraničních měnách.

Vazba devizového kurzu může být podobně jako v předchozích případech uskutečňována buď na jednu vůdčí národní měnu, nebo na koš měn. Výhody a nevýhody obou možností byly již popsány. Další problémy se týkají pravidelnosti, častosti a výše úprav. Na jedné straně může být systém založen na pravidelných, relativně častých úpravách ústředního kurzu v limitovaném rozsahu. Na straně druhé stojí neohlašované a nepravidelné úpravy v neomezeném rozsahu. Z hlediska transparentnosti systému pro obchodní operace má nesporné výhody první varianta, která byla a je v převážné míře aplikována. Určitým problémem této varianty je však limitovaný rozsah předem stanovených úprav, které se při špatně odhadnutém budoucím ekonomickém vývoji mohou dostat do rozporu s realitou devizového kurzu.

Klíčovým problémem tohoto kurzového systému je však volba indikátoru, na který budou vázány pružné úpravy ústředního kurzu. Zde se doporučení jednotlivých ekonomů i konkrétní praktické aplikace značně liší. Teoreticky může jít o průměr tržních hodnot devizového kurzu v předchozím období, vývoj obchodní bilance, vývoj devizových rezerv, inflační diferenciál, sadu oficiálních indikátorů, subjektivní rozhodnutí centrální banky atd.

Výhodou systému devizových kurzů s postupnými změnami parit je především to, že umožňuje eliminovat vliv zvyšování cen na vývoj platební bilance, poskytuje možnost uplatňovat v dané zemi míru inflace nezávislou na vývoji v ostatních zemích a koncentrovat inflační očekávání kolem určitější míry inflace. Tento systém rovněž vytváří předpoklady k tomu, aby se domácí peněžní zásoba přizpůsobila poptávce, a může pozitivně ovlivnit vývoj mezinárodní likvidity tím, že snižuje potřebu devizových rezerv pro intervence na devizovém trhu.

Za negativní je naopak považován vliv předvídatelného postupného znehodnocení devizového kurzu s postupnými změnami parit na odliv kapitálu, podobně jako je tomu při očekávané devalvací. Tomuto odlivu je možné do určité míry zabránit zvyšováním úrokových sazeb. Je však nutné podotknout, že bude záležet rovněž na pružnosti mezinárodního kapitálu.

Crawling peg si svůj význam získal zejména u zemí s vysokými tempy inflace, kde se časté a pravidelné úpravy ústředního kurzu staly významným prvkem při zajišťování rovnováhy platebních bilancí. Delší dobu byl tento systém aplikován např. v Chile a v Kolumbii. V poslední době byl rovněž s určitými úspěchy aplikován v některých reformních

---

<sup>17</sup> JANKOVSKÁ, A., SPONER, M.: *Mezinárodní finance*. Brno, Masarykova univerzita, 1999, s. 80 - 81.

ekonomikách východní Evropy (např. v Polsku a v Maďarsku). Tento systém si však nikdy nezískal větší popularitu u ekonomicky vyspělejších zemí (snad s výjimkou krátkého období v Portugalsku), které obvykle preferují systém řízeného floatingu nebo některou z variant pevných devizových kurzů.

Na závěr je třeba zdůraznit, že optimální volba systému devizových kurzů musí respektovat odlišnost reálných ekonomických a měnových podmínek různých zemí. Musí přihlížet zejména k úrovni ekonomické vyspělosti státu, k účasti v integračních seskupeních, ke stupni otevřenosti ekonomiky a k tempu růstu inflace v zemi. Kurzová stabilita může být dlouhodobě udržována jen tehdy, jestliže reálný vývoj ekonomiky je dlouhodobě stabilní a ve vztahu k ostatním zemím vyrovnaný.<sup>18</sup>

### 3.4 Systémy nepružných devizových kurzů

Systémy nepružných devizových kurzů používají země, jejichž národní měna nemá statut směnitelnosti. Jejich společným znakem je administrativní způsob odvozování. Devizový kurz může být stanoven zcela subjektivně, nebo se výpočet provádí na základě statistického poměrování cenových hladin dvou zemí či na základě průměrné ceny deviz vypočtené z tzv. reprodukčních nákladů deviz.

Pro systémy nepružných devizových kurzů je typická jejich pluralita. Pluralitní devizová soustava je obvykle tvořena několika oficiálními kurzy, diferencovanými podle druhu plateb (kurzy pro obchodní a neobchodní platby, turistický kurz), nebo podle subjektu plateb (pro devizové rezidenty a nerezidenty), popř. i podle druhu měn. Vedle těchto oficiálních kurzů existuje také černý kurz pro nelegální devizové operace. Jeho úroveň se často považuje za nejobektivnější z hlediska rovnovážného devizového kurzu, protože oficiální kurzy bývají zpravidla nadhodnocené, vzhledem k tomu, že administrativní úpravy se provádějí se značným časovým zpožděním za vývojem inflace.

Mechanismus fungování nepružných devizových kurzů si vysvětlíme podrobněji na příkladu vývoje devizového kurzu československé koruny.

### 3.5 Historie kurzu československé, resp. české koruny

V této kapitole se stručně seznámíme se složitým vývojem československé a posléze české měny od počátku její existence až do současnosti. Konkrétní uspořádání kurzových vztahů koruny se v minulosti vyznačovalo značnou rozdílností. Od systému volně pohyblivého kurzu (floatingu), kdy koruna byla plně konvertibilní, přes systém typický pro měny nesměnitelné, jejichž kurzy se netvoří na devizovém trhu a nepřizpůsobují se tržním faktorům, ale jsou stanoveny čistě administrativně, se koruna postupně vracela k systému plně směnitelné měny.

Působení devizového kurzu v ekonomice je mnohostranné a často rozporné. Složitost zejména zprostředkovaných vazeb mezi devizovým kurzem a ekonomikou a nejednoznačnost důsledků, které tak mohou vyvolat některá opatření přijímaná v rámci kurzové politiky, jsou nezdědka příčinou kontraverzí mezi ekonomy. Následující kapitola by měla přispět k pochopení především těch opatření, k nimž došlo v kurzové politice v souvislosti s transformací naší ekonomiky.

---

<sup>18</sup> JANKOVSKÁ, A., SPONER, M.: *Mezinárodní finance*. Brno, Masarykova univerzita, 1999, s. 82.



## Vývoj mezi první a druhou světovou válkou

Československá koruna vznikla po rozpadu Rakouska-Uherska na území válkou inflačně rozvráceného hospodářství. Svůj samostatný vývoj započala 25. února 1919 na základě zákona č. 84 Sb., o měnové rozluce, a to zpočátku provizorním řešením, kterým bylo odkolkování starých rakousko-uherských bankovek.<sup>19</sup>

Počátkem 20. let se podařilo zastavit inflaci, když se začala realizovat tvrdá deflační měnová politika s cílem vytvořit hodnotnou měnu jako výraz hospodářské síly a prosperity. Praktická měnová politika se orientovala na zvyšování kupní síly koruny a na postupné vytváření předpokladů pro to, aby se koruna stala měnou zlaté devizy, k čemuž došlo v listopadu 1929.<sup>20</sup> Zlatý obsah koruny byl stanoven na 44,58 mg ryzího zlata s tím, že Národní banka byla povinna udržovat kurz koruny k USD na této zlaté paritě. Představitelem této politiky byl především Dr. Alois Rašín, první ministr financí nově vzniklého československého státu. Úsilí o zavedení měny zlaté devizy bylo výrazem obecného myšlenkového proudu ve světě, který se po válce chtěl opět vrátit ke zlatu. Uzákonění měny zlaté devizy a deflační politika se však nesetkaly s jednoznačným souhlasem. Odpůrci především namítali, že k uzákonění měny zlaté devizy došlo v nepříznivé době, kdy ve světě docházelo k výraznému zhodnocení zlata a kdy Československo začalo být vtahováno do světové krize. Následný vývoj tyto obavy ze zvyšování hodnoty koruny potvrdil. Došlo ke snížení konkurenční schopnosti čs. zboží na světových trzích, což vedlo k omezování průmyslové výroby doprovázenému růstem nezaměstnanosti a poklesem mezd. Nakonec musela být koruna dvakrát devalvována (v letech 1934 a 1936). Přesto je možné říci, že v období před druhou světovou válkou patřila čs. koruna mezi přední evropské měny. Zaujímal pevné místo vedle britské libry, švýcarského franku, amerického dolaru a vyznačovala se stabilitou devizového kurzu a důvěrou na devizových trzích. Kurz koruny k dolaru se pohyboval v průměru mezi 29 až 30 Kč/USD.

Příznivý vývoj československé měny byl přerušen 2. světovou válkou, během níž u nás došlo k celkovému rozvrácení měnových poměrů. Dnem okupace a vznikem protektorátu Čechy a Morava (15. března 1939) koruna přestala být samostatnou měnou nejen fakticky, ale po zavedení tzv. celní unie s Říší (od 1. října 1940) i právně. Stala se nominálním zlomkem říšské marky (RM) v poměru 10 Kč/RM. Došlo tak ke značnému podhodnocení koruny, neboť reálný kurz koruny odpovídal asi 6 až 7 korunám za marku. Nucený oběh říšské měny na celém území protektorátu a vnucení různých „zvláštních“ metod vypořádání pohledávek a závazků mezi Národní bankou pro Čechy a Moravu a Říšskou bankou měly za následek enormní inflační zatížení celého českého hospodářství ve prospěch Říše. Po válce provedený odhad měnových škod způsobených našemu hospodářství jen na území českých zemí činil asi 135 mld. Kč. Pro srovnání uvádíme, že národní důchod Československa v roce 1927 představoval zhruba 67 mld. Kč. Za zmínku stojí také to, že z celkového množství měnového zlata odcizeného během okupace se k nám po válce vrátila pouze asi čtvrtina (24,5 tuny), což představovalo alikvotní část, která Československu příslušela z celkového množství spojeneckými armádami objeveného a zajištěného zlata.

---

<sup>19</sup> Po rozpadu Rakouska-Uherska bylo na celém jeho území v oběhu obrovské množství bankovek a tiskárna dosud společné cedulové banky ve Vídni nepřetržitě tiskla stále nové oběživo. Proto bylo nezbytné provést na území nového československého státu co nejrychleji měnovou odstavku od rozvrácených peněžních poměrů v ostatních zemích a vytvořit samostatnou čs. měnu.

<sup>20</sup> V roce 1926 byla správa kurzu koruny po předchozí stabilizaci kupní síly předána ministrem financí K. Englišem centrální bance.

## **Poválečný vývoj, období nepohyblivého oficiálního kurzu odvozeného od zlaté parity**

Přípravu obnovy rozvráceného hospodářství a poválečné měnové reformy uskutečňovala již londýnská vláda. Nové poválečné československé peníze byly vytištěny v Anglii a v září 1945 dopraveny letecky do Prahy. Počínaje dnem 1. listopadu byla na celém území Československa zavedena měnová jednotka **koruna československá** s označením Kčs. Zároveň byly zablokovány (vázány) peněžní hotovosti a vklady, jakož i cenné papíry (celkem 256 mld. Kč). Nové peníze byly vydány výměnou za staré pouze ve výši 500 Kčs na osobu. Prostředky na počáteční provozní potřeby podniků byly uvolňovány zvláštním uvolňovacím řízením.

V roce 1945 nebyl zlatý obsah koruny stanoven přímo jejím poměrem ke zlatu. Byl odvozen z tehdy platného kurzu k americkému dolaru, jehož základem bylo porovnání cenové hladiny u nás a v některých předních vyspělých státech s tržní ekonomikou (USA, Velké Británii, Švýcarsku a Švédsku). Kurz koruny k americkému dolaru byl stanoven poměrem 50 Kčs/USD. Tento devizový kurz platil od 1.11.1945, kdy současně nabyt účinnosti dekret o obnovení československé měny. Z takto určeného kurzu Kčs k dolaru byl odvozeně ze zlatého obsahu dolaru (0,888671 g ryzího zlata) vypočten poměr koruny ke zlatu, a to ve výši 0,017 7734 g ryzího zlata. Tato zlatá parita byla sdělena Mezinárodnímu měnovému fondu, jehož zakládajícím členem se Československo stalo, a byla také Fondem oficiálně přijata.

V roce 1953 došlo k peněžní reformě a zlatá parita byla zákonem č. 41/1953 Sb. změněna. Bylo stanoveno, že 1 Kčs se rovná 0,123426 g ryzího zlata. V § 2 se uvádí: „Peněžní jednotkou na území Československé republiky je počínaje dnem 1. června 1953 československá koruna (Kčs), která se rovná 0,123426 g ryzího zlata. Její kurz v poměru k rublu se stanoví na 1,80 Kčs za jeden rubl. Na tomto základě určuje Státní banka poměr československé měny k cizím měnám.“

Peněžní reformou v roce 1953 byly také přepočteny vnitřní cenová i důchodová hladina v čs. hospodářství poměrem 5:1, a tak sníženy na 20 %. Stejným poměrem byla převedena stará měna na novou. Kupní síla koruny v důsledku tohoto opatření vzrostla na pětinasobek. Zlatý obsah Kčs se však zvýšil na téměř sedminásobek ( $0,123426 / 0,0177734 = 6,94$ ). Nový zlatý obsah koruny a tím i kurz Kčs byl tedy v poměru ke snížení cenové hladiny a zvýšení kupní síly koruny nadhodnocen. Jestliže do roku 1953 byl kurz koruny vůči dolaru 50 Kčs/USD, pak při respektování změny kupní síly koruny v roce 1953 měl být 10 Kčs/USD. Nový kurz byl však stanoven na 7,20 Kčs/USD a ve vztahu k tehdy existující kupní síle Kčs byl tedy vůči americkému dolaru nadhodnocen o 28 %. Na této úrovni byl kurz koruny vůči dolaru stanoven proto, že SBČS určovala kurz Kčs k cizím měnám na základě uzákoněného zlatého obsahu koruny.

Ze zákona o peněžní reformě vyplývala pro SBČS povinnost udržovat stanovený poměr Kčs k sovětskému rublu. Pro kurzovou politiku to znamenalo, že v případě změny zlatého obsahu rublu bylo nezbytné změnit také zákon upravující stanovení kurzu Kčs. K tomu došlo 1.1.1961, kdy se zlatý obsah rublu zvýšil z 0,222168 na 0,987412 g ryzího zlata a opatřením předsednictva Národního shromáždění č. 25/1961 Sb. z roku 1961 koruna devalvovala na 8 Kčs za 1 rubl.

Oficiální kurz tedy vycházel čistě z poměru formálně deklarovaného zlatého obsahu koruny ke zlatým obsahům srovnávaných měn. Kurz koruny počínaje reformou v roce 1953 tak přestal přihlížet k tržním faktorům, které určují reálnou a rovnovážnou úroveň devizového kurzu jak z dlouhodobého, tak z krátkodobého hlediska. Systém nepohyblivého, administrativně stanoveného kurzu se stal základem kurzové politiky v celém dalším dlouhém období, a to se všemi postupně sílícími negativními dopady na čs. ekonomiku. Koruna přestala být konvertibilní měnou a v případě, že se neměnily zlaté obsahy cizích měn, neměnil

se ani oficiální kurz koruny k těmto měnám. Ve vztahu k USD se oficiální kurz neměnil od roku 1953 až do roku 1971 (7,20 Kčs /USD). Obdobná situace existovala ve vztahu k ostatním měnám. Ke změně oficiálního kurzu k dolaru došlo až v souvislosti s první poválečnou devalvací amerického dolaru v roce 1971 (na 6,63 Kčs/USD) a jeho druhou devalvací v roce 1973 (na 5,92 Kčs/USD).

Nepohyblivost devizového kurzu a s tím související nereálnost kurzu prakticky znamenala likvidaci všech jeho základních funkcí v ekonomice, které kurzu náležejí. Kurz přestal plnit svou funkci cenotvornou, stimulační i kriteriální. Kurz koruny rovněž přestal být ekonomickým pojítkem mezi vnitřními a zahraničními cenami a v platbách obchodní povahy sloužil prakticky pouze k vyčíslení rozdílů ze zahraničního obchodu, které vyrovnával státní rozpočet. Přirozeným důsledkem bylo, že přestal působit pozitivní ekonomický tlak zahraničněobchodních cen na tuzemské výrobce. Tato skutečnost byla jednou z hlavních příčin postupného zaostávání konkurenceschopnosti našich výrobků na zahraničních trzích. Skutečnost, že se vnitřní ceny (velkoobchodní i maloobchodní) vyvíjely zcela odlišně než tržní zahraniční ceny, vedla mj. i ke ztrátě možné orientace v posuzování komparativních výhod v naší ekonomice.

Neměnný devizový kurz rovněž neusměrňoval vývoj platební bilance. Naopak nutnost udržovat vyrovnanou platební bilanci vůči zahraničí vyžadovala, aby se vyvážely i výrobky, jejichž národohospodářská efektivnost byla značně problematická. Získání deviz vývozem takových výrobků bylo spojeno se značnými dotacemi podnikům. Pro ilustraci je možné uvést, že například interval tzv. reprodukčních nákladů deviz (tzn. nákladů na získání jednotky zahraniční měny) se v roce 1988, tj. v předposledním roce existence centrálně plánované ekonomiky, pohyboval u různých výrobků od 2,35 Kčs až po 144,21 Kčs za USD. Průměrné reprodukční náklady počítané na základě velkoobchodních cen byly 18,11 Kčs za USD.

Přestože se oficiální devizový kurz neměnil, docházelo k jeho skrytým změnám. V platbách obchodní povahy se nepohyblivost kurzu příliš markantně neprojevovala (kurz sloužil prakticky pouze ke zmiňovanému vyčíslení rozdílů ze zahraničního obchodu, které vyrovnával státní rozpočet). Jiná situace ale vznikala v oblasti neobchodních plateb, kde stanovená výše kurzu měla praktické důsledky, např. při platbách spojených s diplomatickým zastoupením, remitencemi, postupným rozvojem turistiky apod. Na nereálnost devizového kurzu bylo potřeba reagovat doplňujícími devizovými nástroji, které vedly k diskrétní korekci oficiálního kurzu. V Československu byly od roku 1957 zavedeny zvláštní kurzové příplatky a přírážky<sup>21</sup>, které měly v neobchodních platbách přispět k vyrovnání diskrepance mezi platným oficiálním kurzem a kupní silou Kčs v této oblasti plateb. Kurz koruny se tak stal vícerozložkovým. Rovněž dotace státního rozpočtu v oblasti zahraničního obchodu lze považovat za specifický skrytý nástroj korekce oficiálního kurzu.

### **Období korigovaného kurzu se skrytou oscilací**

Uplatňování nerealistického oficiálního devizového kurzu spolu s více méně automatickým vyrovnáváním rozdílů ze zahraničního obchodu státním rozpočtem vedlo nakonec k úplné izolaci výrobní sféry od vnějšího prostředí. Se změnami podmínek mechanismu fungování ekonomiky ve 2. polovině 60. let se začaly objevovat snahy zrealitnit kurz nesměnitelné koruny a přiblížit používaný devizový kurz alespoň propočtené „ceně“ deviz v rámci existujícího

---

<sup>21</sup> Například u turistického kurzu pro cizince byl k oficiálnímu kurzu 3 Kčs/DEM stanoven příplatek 75 %, který měl vyrovnat nereálnost oficiálního kurzu, zatímco u kurzu pro našeho občana měla 125 % přírážka ještě více omezit poptávku po valutách, přestože kromě toho existovalo administrativní omezení ve formě „devizového příslibu“. Černý kurz koruny se tehdy pohyboval mezi 18 až 21 Kčs za marku.

systemu. Cílem těchto snah bylo zprostředkovat objektivnější mezinárodní srovnání ekonomických veličin, založené na relativně přesnějším ohodnocení získaných deviz v národní měně, vytvořit určitý prostor pro působení na efektivnost tvorby a použití deviz v mikrosféře a rozvíjet předpoklady pro fungování devizového kurzu jako nástroje hospodářské politiky. Pozdější vývoj ukázal, že v rámci tehdejšího systému toto úsilí nemohlo vést k žádným podstatnějším změnám jak ve struktuře efektivnosti našeho zahraničního obchodu, tak ani ve využívání devizového kurzu pro ekonomické rozhodování a řízení.

Nicméně v roce 1967 byly zavedeny v obchodních platbách kurzové koeficienty tzv. vnitřního reprodukčního cenového vyrovnání (VRCV), diferencované ve vztahu k převoditelnému rublu a USD jako představiteli směnitelných měn, doplněné soustavou tzv. finančních ekonomických nástrojů v oblasti zahraničního obchodu (FEN ZO).<sup>22</sup> Zavedení koeficientů VRCV znamenalo kvalitativně nový přístup k vymezení devizového kurzu. Kurz, který byl odvozen od zlaté parity Kčs, byl skrytě korigován koeficienty na úroveň, která v zásadě vyjadřovala, kolik hospodářství v průměru stojí získání jednotky deviz exportem zboží. Administrativně stanovený devizový kurz tedy přestal být odvozován od poměru zlatých obsahů srovnávaných měn a začal být odvozován jako „cena“ deviz. Vzhledem k tomu, že používané koeficienty měly měnový charakter a že se jimi o tuto složku upravoval ústřední kurz, hovořilo se o tzv. dvousložkovém kurzu, který se skládal z oficiálního kurzu a z koeficientu VRCV. Tento dvousložkový kurz se používal až do konce roku 1988.

Koeficienty VRCV byly odvozeny od průměrných reprodukčních nákladů deviz, tedy od průměrného vztahu domácích velkoobchodních a zahraničních cen veškerého vyváženého zboží za určité období (prvních devět měsíců roku 1966).<sup>23</sup> Vypočtené koeficienty tak prakticky vyjadřovaly, kolikrát je oficiální kurz nadhodnocen ve vztahu k průměrným reprodukčním nákladům deviz.<sup>24</sup> Na tomto místě je však třeba zdůraznit, že se nejednalo o nadhodnocení ve vztahu k reálnému devizovému kurzu, ale pouze k propočteným průměrným reprodukčním nákladům deviz. Ty ale nevyjadřovaly reálný, resp. rovnovážný devizový kurz, neodrážely vztah skutečné nabídky a poptávky po devizách uvnitř ekonomiky.

Metoda stanovení devizového kurzu podle průměrných reprodukčních nákladů deviz respektovala již poněkud lépe hledisko efektivnosti tvorby devizových zdrojů. V 70. letech znamenala kvalitativně nový přístup k odvozování devizového kurzu. Její předností bylo zejména to, že spojovala odvozování kurzu s reálně směňovaným zbožím v zahraničí. Na druhé straně však tato metoda předpokládala přibližně shodný vývoj vývozních a dovozních cen. Nepřihlížela k tomu, zda mezi tvorbou devizových zdrojů (v tržních podmínkách bychom řekli mezi nabídkou deviz) a mezi potřebou deviz (poptávkou po devizách) existuje nebo neexistuje rovnováha. Docházelo tak k paradoxní situaci, kdy koncem 70. let a v 80. letech kurzové koeficienty zpevňovaly, přičemž vývoj směnných relací (terms of trade) a platební bilance se neustále zhoršoval. Vzhledem k tomu, že průměrné reprodukční náklady odrážely skutečné náklady na export nanejvýše průměrného československého exportéra, bylo nutné export horších exportérů než průměrných dotovat ze státního rozpočtu. Tyto dotace, které byly součástí uvedených finančně ekonomických nástrojů v oblasti zahraničního obchodu,

<sup>22</sup> Soustava finančních ekonomických nástrojů v oblasti zahraničního obchodu (FEN ZO) zahrnovala systém cenových přírůzků a srážek (dotací a odvodů). Cenové přírůzky a srážky v podstatě vyrovnávaly rozdíly mezi úrovní velkoobchodních cen a úrovní dosahovaných zahraničních cen přepočtených na obchodní paritu (přepočtené oficiálním kurzem a koeficientem VRCV) u jednotlivých druhů či skupin vyvážených výrobků.

<sup>23</sup> Jestliže např. poměr těchto veličin v oblasti konvertibilních měn představoval tehdy hodnotu 21,60 Kčs/USD (tj. průměrné reprodukční náklady na dolar), koeficient VRCV ke kursu dolaru tak činil  $21,60 / 7,20 = 3$ .

<sup>24</sup> Během období existence dvousložkového kurzu (1967 - 1988) došlo několikrát k úpravě hodnoty koeficientů VRCV v důsledku pohybu zahraničních cen, při neměnnosti vnitřních (velkoobchodních) cen. Vnitřní ceny byly rigidní, k jejich úpravám docházelo až po delší době, zpravidla v intervalu čtyř až pěti let.

činily např. v roce 1989 okolo 25 mld. Kčs. Přírážky a srážky měly dočasně vyrovnávat rozdíly v tuzemských cenových relacích proti relacím zahraničněobchodním. Předpokládalo se, že budou postupně každoročně o 20 % snižovány a během pěti let tedy zcela odbourány. Toto postupné snižování přírážek (dotací) mělo výrobcům poskytnout určitý čas k adaptaci na nové, tvrdší podmínky.

Pomocí koeficientů VRCV a systému přírážek a srážek mělo tedy postupně dojít k účelnému ekonomickému propojení vnitřního trhu s trhy zahraničními. Skutečný vývoj však potvrdil, že v rámci tehdejšího systému centrálního, direktivního řízení toto úsilí nemohlo vést k žádným podstatným změnám ve struktuře efektivnosti našeho zahraničního obchodu, ani k využívání devizového kurzu jako nástroje hospodářské a měnové politiky.

### **Období vytváření předpokladů pro směnitelnost koruny**

V období 1988 - 1990 začalo docházet k vytváření některých významných předpokladů pro zavedení vnitřní směnitelnosti československé koruny. V lednu 1989 byl dvousložkový kurz Kčs nahrazen jednosložkovým kurzem a vnitřní korigující koeficienty zanikly. Vztahy mezi jednotlivými měnami začaly být vyjadřovány jedinou absolutní veličinou, jejímž základem byla „cena“ deviz odvozená z průměrných reprodukčních nákladů. Kurzové relace jednotlivých měn se pružně přizpůsobovaly vývoji předních volně směnitelných měn na mezinárodních devizových trzích. Kurz koruny byl již od roku 1981 vázán na individuální měnový koš, složený z pěti měn, které měly rozhodující váhu ve struktuře československého platebního styku ve směnitelných měnách (USD, DEM, ATS, GBP a FRF). Při pružnosti kurzových relací mezi jednotlivými měnami se však dodržovala zásada stability úrovně devizového kurzu ve vztahu k měnovému koši.

Proti předchozímu oficiálnímu kurzu byla československá koruna vůči volně směnitelným měnám devalvována, a to v obchodních platbách 2,75 krát (ze 3 na 8,25 Kčs/DEM) a v neobchodních platbách 1,75 krát (z 11,80 na 20,65 Kčs/DEM). Touto devalvací bylo v podstatě oficiálně přiznáno, že při měnové reformě v roce 1953 byla koruna nadhodnocena. Rozdíl v míře devalvace kurzu koruny pro obchodní a neobchodní platby vyplýval z toho, že v zahraničním obchodě se používaly velkoobchodní ceny, kdežto v neobchodních platbách ceny maloobchodní, které byly značně dotovány.

V průběhu roku 1989 byly rovněž zavedeny devizové aukce jako počáteční forma devizového trhu v Československu. Nabídku a poptávku po devizách na aukcích zpočátku vytvářeli exportéři a importéři zboží, a to pouze tou částí svých devizových tržeb, kterou mohli disponovat po splnění odvodů na základě tzv. devizových normativů, které vyjadřovaly míru odvodu devizových prostředků do státního rozpočtu. Na devizových aukcích byly obchodovány tzv. loty (1 lot = 10 000 Kčs, protihodnota devizového depozita přepočtená na Kčs kurzem platným v den aukce). Kurz se zde utvářel podle poptávky a nabídky deviz, která však byla značně limitovaná. Aukční devizový kurz koruny ve vztahu k USD se na jednotlivých aukcích zhodnocoval z počátečních 123 na 35 Kčs/USD (zpočátku až 130 Kčs/USD).

V roce 1990 došlo ke třem postupným devalvacím koruny vůči směnitelným měnám (8. ledna, 15. října a 28. prosince), celkem o 113 % tak, aby se úroveň kurzu přiblížila realistickým východiskům pro jeho formování v tržních podmínkách. Kurz koruny ve vztahu k převoditelnému rublu byl naopak revalvován. V rámci devalvace došlo také ke sjednocení devizového kurzu pro obchodní a neobchodní platby, po přechodné období byl vyčleněn turistický kurz (a to ve výši 38 Kčs/USD, resp. 26 Kčs/DEM). Důvodem pro stanovení takto nepříznivého turistického kurzu byla zřejmě snaha zmenšit nelegální výměnu na černém

trhu.<sup>25</sup> Československo se tak stalo pro cizince jednou z nejlevnějších zemí Evropy a bylo často označováno za „bufet Evropy“ (nakupovaly se především potraviny, které byly navíc dotované státem). Jen za první tři měsíce roku 1990 navštívilo Československo na 20 milionů cizinců, převážně z uvedeného důvodu, což způsobilo naší zemi nemalé škody. V polovině dubna 1990 proto došlo k revalvaci turistického kurzu koruny o 10 % na 23,40 Kčs/DEM.

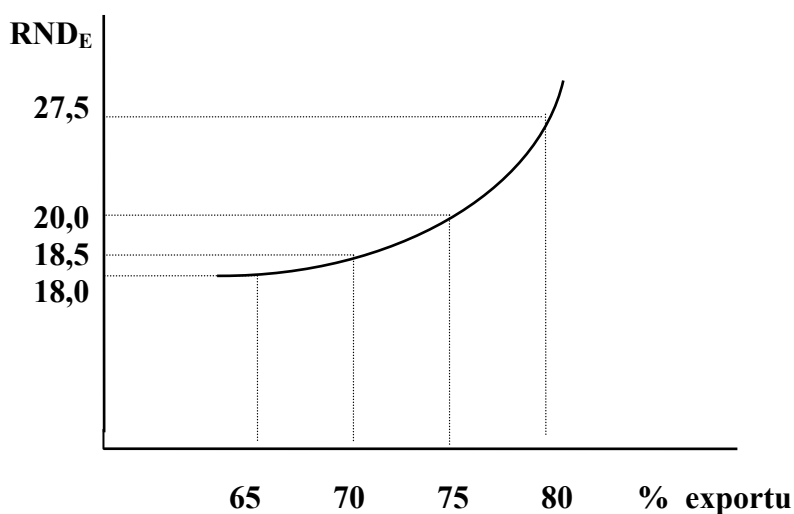
### Zavedení vnitřní směnitelnosti koruny

Zavedení vnitřní směnitelnosti koruny od 1. ledna 1991 patřilo spolu s liberalizací zahraničního obchodu k zásadním systémovým opatřením reformy v oblasti vnějších ekonomických vztahů. Tato opatření měla těsnou vazbu na ostatní systémové kroky, zejména na liberalizaci cen a makroekonomická opatření v měnové a fiskální oblasti (restriktivní povahy).

Nejzávažnějším problémem při přechodu k vnitřní směnitelnosti koruny bylo stanovení výchozího, startovacího kurzu. Při zvažování různých výchozích variant bylo nezbytné posoudit zejména dopady zvolené úrovně kurzu na míru inflace (prostřednictvím zdražení zejména dovozních vstupů), na stimulaci exportu a na vývoj devizových rezerv, resp. zahraničního zadlužení.

V roce 1990 bylo při vývozu produkováno (období leden - říjen) 65 % deviz s reprodukčními náklady do výše 18 Kčs/USD, 70 % s reprodukčními náklady do výše 18,50 Kčs/USD, 75 % s náklady do výše 20 Kčs/USD a 80 % deviz bylo získáno při reprodukčních nákladech do výše 27,50 Kčs/USD (viz. obrázek č. 3.1).

**Obrázek č. 3.1: Struktura exportu podle reprodukčních nákladů na jednotku deviz (RND<sub>E</sub>)**



Zdroj: Mandel, M.: Prognóza vývoje kurzu čs. koruny na rok 1992, Finance a úvěr, č. 2, 1992.

Z grafu je zřejmé, že elasticita tvorby devizových zdrojů, tedy nabídky deviz, nebyla v celé struktuře exportu stejná. Nepružnost funkce devizové nabídky se projevovala zejména v intervalu nad 70 % exportu. To mělo podstatný význam pro posuzování očekávaných důsledků devalvace. Jestliže v roce 1990 bylo možné při devalvaci ze 14 Kčs na 19 Kčs za 1

<sup>25</sup> Vzhledem k tomu, že směnáren bylo v té době příliš málo a navíc neměly nepřetržitý provoz, veksláci je ochotně zastupovali.

USD očekávat zvýšení exportu až o 40 %, další devalvace na úroveň kursu 28 Kčs za 1 USD měla účinek už jen velmi malý.

Rozdílná míra devalvace je spojena také s rozdílnými inflačními dopady v ekonomice. Při variantě výchozího kursu 20 Kčs za 1 USD byl očekávaný dopad na zvýšení cen cca 20 %. Varianta 28 Kčs za 1 USD, která byla nakonec zvolena, byla spojena s podstatně vyšším impulsem pro jednorázový vzestup domácí cenové hladiny.

Rozhodujícími faktory při přechodu na tržní kurzový systém a směnitelnost koruny však byly očekávané dopady na platební bilanci, vývoj devizových rezerv a zahraniční zadluženost. Problém spočíval v tom, že stanovení a udržení kursu na tržní úrovni, tj. na úrovni, která vede k rovnováze v platební bilanci, vyžadovalo provedení výrazné devalvace, tj. zdražení deviz natolik, aby se na vnitřním trhu vyrovnala nabídka deviz s poptávkou po nich. Zvolená varianta devizového kursu preferovala hledisko devizové rovnováhy a vycházela v zásadě z únosnosti zahraničního zadlužení pro udržení stabilního kursu v transformačním období. Nižší míra devalvace by stimulovala vyšší poptávku po devizách a tedy i vyšší čerpání devizových rezerv, resp. zvýšení zahraničního zadlužení. V podmínkách výrazné nerovnováhy v sektorech výroby, ale zejména spotřeby, se zvolený kurz podstatně odlišoval od propočtů založených na principu parity kupní síly.<sup>26</sup>

Devalvace kursu koruny vyvolala u některých ekonomů kritiku zejména proto, resp. právě proto, že vedla ke zvětšení odchylky nominálního kursu od kursu propočteného na bázi parity kupní síly. Tato odchylka doznala totiž takového rozměru, se kterým se bylo možné setkat pouze u některých rozvojových zemí s nízkou úrovní ekonomiky, ačkoli československá ekonomika byla v porovnání s nimi nepochybně vyspělejší.

Nepříjemnost využití teorie parity kupní síly pro určení kursu měny v podmínkách transformace ekonomiky nevyplývala z klasických námitek proti teorii parity kupní síly, ale spočívala v tom, že vnitřní ceny v centrálně plánované ekonomice se po desetiletí utvářely zcela odlišně od tržních ekonomik. Vytvářely se a vyvíjely naprosto izolovaně, odtržené od zahraničních cen. Skutečnost, že by se mělo vycházet z poměru hladin netržně stanovených domácích cen a zahraničních tržních cen činila teorii parity kupní síly k určení devizového kursu naprosto nepřijatelnou.

Rozdílný vývoj domácích a zahraničních cen se musel nutně projevit v řádovém rozdílu mezi vnitřní a vnější kupní silou koruny. Tento rozdíl byl při zavedení vnitřní směnitelnosti více než trojnásobný. Postupně však v důsledku vyššího tempa inflace v ČR, při prakticky pevném kursu koruny vůči volně směnitelným měnám, docházelo k jeho snižování. Rychlejší vzestup hladiny domácích cen oproti hladině cen v zahraničí při neměnné úrovni nominálního kursu zkracoval jeho vzdálenost od parity kupní síly, takže docházelo k reálnému zhodnocení koruny.

Výrazná devalvace koruny, která byla nutná ve spojitosti se zavedením její vnitřní směnitelnosti, byla předmětem kritiky i z jiného hlediska. Podstatně totiž zdražila dovozy a umožnila výrobcům při současné cenové liberalizaci zvýšit domácí ceny i u těch výrobků, u kterých to nebylo s ohledem na výrobní náklady nezbytné.

Liberalizace cen a výrazná devalvace koruny bezesporu počátkem roku 1991 působily kumulovaně a vyvolaly, resp. umožnily rychlý nárůst cen. Je však třeba vidět, že v určitém okamžiku se stabilizovaný kurz koruny (28 Kčs/USD) naopak přeměnil v činitele působícího

---

<sup>26</sup> Odhady parity kupní síly se v roce 1989 pohybovaly v rozmezí 10 - 11 Kčs/USD.

proti dalšímu vzestupu cen. Tím byla a je možnost alternativního dovozu příslušného zboží (při daném kurzu koruny).

Udržení rovnovážného stabilizovaného kurzu koruny se proto stalo mimořádně důležité pro zachování stability cenové hladiny, resp. pro udržení inflace na přijatelné úrovni. V této spojitosti se často hovořilo o pevném kurzu koruny jako nominální kotvě v transformující se ekonomice.

Preference rovnovážného kurzu umožnila tržní alokaci deviz a byla spojena s pozitivními účinky na platební bilanci. Je třeba zdůraznit, že působení devizového kurzu v ekonomice je mnohostranné. Kurzovou politikou a účinky devizového kurzu v ekonomice nelze posuzovat jednostranně, ale vždy z celé řady podstatných hledisek. Jedná se nejen o vazbu devizového kurzu na rovnováhu platební bilance (která byla naprosto opomíjena v celém předchozím vývoji poválečného kurzového systému koruny), ale také o vazbu devizového kurzu na stabilitu cenové hladiny, rovnováhu státního rozpočtu, stabilitu hospodářského růstu a zaměstnanosti, a v neposlední řadě o účinky devizového kurzu v mikrosféře.

### **Systém kurzu československé koruny po zavedení její vnitřní směnitelnosti**

Systém vnitřní směnitelnosti československé koruny byl definován devizovým zákonem.<sup>27</sup> Zavedení tohoto kurzového systému znamenalo především zrovnoprávnění přístupu podniků i osob k volně směnitelným měnám. Podnikatelské subjekty (tj. právnické a fyzické osoby) ze zákona získaly právo požadovat po centrální bance úhradu jejich závazků vůči devizovému cizozemci ve volně směnitelné měně (po splacení protihodnoty v domácí měně). Devizový zákon však současně ukládal devizovým tuzemcům, podnikatelským subjektům (vývozcům), povinnost nabídnout bez odkladu všechny nabyté devizové prostředky (inkasa) ke koupi tuzemské centrální bance. Veškeré devizové operace podnikatelských subjektů z titulu vývozu a dovozu zboží a služeb mohly v zásadě probíhat pouze přes běžný korunový účet založený u libovolné banky.<sup>28</sup> Devizové operace se přitom uskutečňovaly podle platného devizového kurzu koruny.

Ostatní operace v cizích měnách (tedy jiné než z titulu vývozu a dovozu zboží a služeb) v režimu vnitřní směnitelnosti podléhaly devizovému povolení ČNB (resp. SBČS) nebo MF ČR (resp. MF ČSFR). V oblasti běžného účtu platební bilance se toto povolení týkalo některých jednostranných transferů, jako např. daní, dědictví, výživného, podpor apod. V oblasti kapitálového účtu platební bilance bylo nezbytné povolení u většiny transakcí. Příliv a odliv kapitálu byl přísně regulován centrální bankou zejména v prvních letech transformace. Centrální banka (dříve SBČS, nyní ČNB) vystupovala (vystupuje) také v úloze určitého garanta celkové likvidity vnitřního devizového trhu. V případě převisu poptávky nad nabídkou deviz intervenovala na devizovém trhu a prodávala komerčním bankám devizy ze svých devizových rezerv.

Zavedení vnitřní směnitelnosti odstranilo dlouhodobé oddělení vnitřních a vnějších ekonomických vztahů, umožnilo opětovné propojení vnitřního trhu s trhy světovými a tím i propojení vnitřních a zahraničních cen. Při současné liberalizaci cen uvnitř ekonomiky to vedlo k postupnému přizpůsobování domácích cen zahraničním cenovým relacím, což je obecně považováno za podmínku efektivní alokace zdrojů podle komparativních výhod.

---

<sup>27</sup> č. 528/1990 Sb., ve znění zákona č. 228/1992 Sb.

<sup>28</sup> Devizové účty v systému vnitřní směnitelnosti podniky totiž až na výjimky vést nesměly.



Po celé období vnitřní směnitelnosti zůstala čs. měna platidlem výhradně vnitrostátním a nebyla tudíž obchodovatelná na mezinárodních devizových trzích.

### Tvorba kurzu a měnový koš koruny

Systém kurzu československé koruny (CSK) po roce 1991 lze charakterizovat jako systém kurzu interně směnitelné měny plně vázané na individuální (nestandardní, národní) měnový koš. Šlo tedy o jednu z forem pevných devizových kurzů existujících v současné světové kurzové soustavě (týkajících se interně směnitelných měn).

Výchozí úroveň devizového kurzu byla stanovena administrativně ve výši 28 Kčs/USD. Jak jsme již uvedli, tato úroveň kurzu byla zvolena víceméně na základě odborného odhadu vedeného snahou, aby co možná nejlépe odpovídala rovnováze nabídky a poptávky po devizách na vnitřním devizovém trhu. Kurz 28 Kčs/USD byl určen jako výchozí veličina pro stanovení centrální parity kurzu ve vztahu k měnovému koši, ke kterému byl kurz koruny pevně přivázán. Metoda měnového koše byla používána v čs. praxi již od roku 1981, i když až do zavedení vnitřní směnitelnosti koruny (do roku 1991) bylo stanovení kurzu touto metodou formální záležitostí, protože kurz neplnil své ekonomické funkce, které mu náležejí. Od té doby bylo složení měnového koše koruny několikrát aktualizováno a několikrát rovněž proběhla změna úrovně kurzu.

Od počátku své existence obsahoval měnový koš koruny pět měn, které měly rozhodující úlohu v čs. platebním styku. V květnu 1993 byl pěti měnový koš nahrazen košem dvou měnovým.

V následující tabulce č. 3.1 je zachyceno složení pěti měnového koše od počátku transformace, způsob výpočtu absolutního tvaru měnového koše, a tedy i centrální parity kurzu koruny.

**Tabulka č. 3.1: Složení měnového koše čs. koruny (procentní podíly, váhy jednotlivých měn)**

Datum	USD	DEM	ATS	CHF	GBP	FRF
28. 12. 1990	31,34	45,92	12,35	6,55	4,24	-
2. 1. 1992	49,07	36,15	8,07	3,79	-	2,92
Podíl v absolutním tvaru k 2. 1. 1992 <sup>29</sup>	0,0176	0,0196	0,0309	0,0018	-	0,0054
	1	9	2	4		3
Základní (výchozí) kurz CSK	27,86	18,35	2,61	20,57	-	5,37

Zdroj: ČNB

**Příklad:** Na příkladu si jednoduše ukážeme, jak se promítlo dříve existující složení měnového koše při výpočtu kurzu koruny vůči USD, který byl základem. Předpokládejme, že kotace kurzů jednotlivých košových měn na mezinárodním devizovém trhu byla v určitý den a hodinu v relaci k USD následující: 1,564 DEM; 10,996 ATS; 1,395 CHF; 5,295 FRF.

Vyjdeme-li z výše uvedeného podílu jednotlivých měn v koši (v absolutním tvaru) a použijeme-li pro stanovení kurzu koruny zmíněných kotací těchto měn, pak dostaneme:

$$1 \text{ CSK} = 0,01761 \text{ USD} + 0,01969 * (1/1,564 \text{ USD}) + 0,03092 * (1/10,996 \text{ USD}) + 0,00184 * (1/1,395 \text{ USD}) + 0,00543 * (1/5,295 \text{ USD}) = 0,035355 \text{ USD}$$

<sup>29</sup> Podíl v absolutním tvaru se odvodil od výchozího kurzu koruny vůči košovým měnám a jejich podílu v tomto koši, např.  $0,01969 \text{ DEM} = 1/18,35 * 0,3615$ .

To znamená  $1/0,035355 = 28,28$  CSK/USD, což představuje kurz koruny vypočtený centrální bankou na základě veličin absolutního tvaru koše a konkrétní kotace kurzů košových měn v daný den.

Tento kurz sloužil centrální bance za základ pro fixing kurzu koruny. Jednalo se o jakýsi základní košový kurz koruny. V rámci fixingu pak centrální banka vyhlášovala devizový kurz, který se mohl od této báze odchýlit v rozsahu stanoveném flukтуаčním pásmem.<sup>30</sup>

Význam této změny spočíval v tom, že vývoj devizového kurzu koruny přestal být ovlivňován pouze pohybem kurzů měn obsažených v koši a jejich vzájemnými relacemi, ale odrážel také vývoj nabídky a poptávky po devizách na vnitřním devizovém trhu. Tato změna představovala důležitý krok v přípravě na přechod k úplně volné směnitelnosti koruny.

Oscilační pásmo bylo tedy značně úzké, a proto se kurz koruny po celou dobu vyznačoval mimořádnou stabilitou a měl tak výrazně pozitivní vliv v naší ekonomice v souvislosti se zahraničním obchodem.

Hlavním zdrojem pohybu devizového kurzu koruny byl pohyb kurzu košových měn na mezinárodním devizovém trhu. Tento pohyb byl teoreticky neomezený a mohl tak výrazně ovlivnit úroveň kurzu koruny. Vzhledem k tomu, že koruna nebyla ještě obchodovatelná (směnitelná) na mezinárodních devizových trzích, byla vnějšími faktory ovlivňována jen nepřímou. V daném případě tedy vývojem vzájemných kurzů měn, z nichž se měnový koš skládal, čili v podstatě vývojem poptávky a nabídky po těchto měnách na mezinárodních trzích.

### **Vývoj kurzu české koruny**

Česká koruna (CZK) zdědila po československé koruně jak úroveň kurzu, tak i složení měnového koše. Ke změně obsahu měnového koše, ke kterému byl vázán devizový kurz koruny, došlo 3. května 1993, kdy byl na základě rozhodnutí bankovní rady ČNB pěti měnový koš nahrazen košem dvou měnovým.

K redukci koše na DEM a USD přistoupila ČNB z důvodu změny měnové struktury běžného účtu platební bilance, která byla východiskem při tvorbě měnového koše. V úvahu byla vzata také situace, kdy některé měny obsažené v dosavadním koši byly vzájemně korelovány (např. kurz rakouského šilinku a německé marky). Předpokládalo se rovněž, že marka bude do budoucna v měnovém koši reprezentovat všechny evropské měny a očekával se další nárůst plateb v DEM. Proto se zastoupení marky v měnovém koši podstatně zvýšilo, přestože ve skutečnosti byl vlastní podíl DEM v obratu běžného účtu platební bilance nižší. Důvodem byla v neposlední řadě také snaha zjednodušit výpočet devizového kurzu koruny. Ke zjednodušení měnového koše došlo vyjmutím rakouského šilinku, švýcarského a francouzského franku. Od uvedeného data byl tedy měnový koš definován pouze americkým dolarem (z 35 %) a německou markou (ze 65 %).

---

<sup>30</sup> Fixing představoval úřední stanovení kurzu koruny pro příslušný den centrální bankou. Fixaci kurzu prováděla ČNB v mezích flukтуаčního pásma jednak na základě aktuálních kurzů košových měn na mezinárodních devizových trzích, jednak v souladu s potřebami vyplývajícími ze situace na domácím devizovém trhu, stavu devizových rezerv, vývoje platební bilance aj. Flukтуаční (oscilační) pásmo od září 1992 až do 28. 2. 1996 činilo  $\pm 0,5$  %. Doplňme ještě, že až do 23. dubna 1995 mohly komerční banky v rámci fixingu nakupovat a prodávat devizy za totožný kurz deviza - střed. Po tomto datu ČNB začala uskutečňovat nákupy a prodeje s odchylkou  $\pm 0,25$  % od střední hodnoty kurzu dané měny. Tím se rozpětí kurzu rozšířilo celkem na 1,5 %.

Definice absolutního tvaru měnového koše vycházela z kurzů USD a DEM takto:

Měna	USD	DEM
Váha	35 %	65 %
Kurz k USD	1,000	1,5806
Kurz CZK <sup>31</sup>	28,443	17,995

Podíl USD v 1 CZK byl stanoven jako:

$$(1/28,443) * 0,35 = 0,012305 \text{ USD}$$

a podíl DEM v 1 CZK jako:

$$(1/17,995) * 0,65 = 0,036121 \text{ DEM}$$

Absolutní tvar měnového koše a tudíž i centrální paritu tvořila rovnice:

$$1 \text{ CZK} = 0,012305 \text{ USD} + 0,036121 \text{ DEM}$$

Pomocí této rovnice a na základě konkrétního vývoje kurzu marky vůči dolaru, kótovaného denně na mezinárodním devizovém trhu, pak ČNB vypočetla konkrétní hodnotu základního košového kurzu koruny, od níž se nominální kurz koruny vyhlášený ČNB v rámci fixingu mohl odchýlit maximálně v rozsahu stanoveném oscilačním pásmem.

**Příklad:** Ilustrujme tuto situaci opět příkladem. Jestliže kurz dolaru vůči marce byl 1,45 DEM/USD, potom:

$$1 \text{ CZK} = 0,012305 + 0,036121 * (1/1,45) = 0,037216 \text{ USD}$$

$$\text{tzn. } 1 \text{ USD} = 1/0,037216 = 26,87 \text{ CZK}$$

nebo také z obráceného vztahu:

$$1 \text{ CZK} = 0,012305 * (1,45) + 0,036121 = 0,0539632 \text{ DEM}$$

$$\text{tzn. } 1 \text{ DEM} = 1/0,0539632 = 18,53 \text{ CZK}$$

Od této výše se pak kurz koruny vyhlášený v rámci fixingu mohl odchýlit v rozsahu, který připouštělo flukтуаční pásmo (od 28. 2. 1996  $\pm$  7,5 %). Kurz ostatních měn se vypočetl v relaci hodnot těchto měn vůči dolaru (marce), jak byly kótovány na mezinárodním devizovém trhu.

Při tomto způsobu výpočtu kurzu koruny byl důležitý podíl marky a dolaru, který v měnovém koši určoval úroveň kurzu koruny vůči všem měnám. V případě poměru 65:35 to znamenalo, že koruna byla při silném výkyvu dolaru vůči marce stabilnější ve vztahu k marce než k dolaru. Tato skutečnost, vzhledem k vývoji mezinárodního devizového trhu měla např. v roce 1995 silně negativní dopad na ceny českého vývozu a dovozu a rovněž na příliv zahraničního krátkodobého kapitálu.

---

<sup>31</sup> Použité devizové kurzy jsou tzv. výchozí (bazické) kurzy domácí měny k měnám zařazeným do měnového koše. Tyto kurzy tvoří faktickou hodnotovou základnu koše, a proto se je snaží každá centrální banka stanovit jako dlouhodobě rovnovážné. Jde o kurzy, jejichž prostřednictvím centrální banka provádí devalvace a revalvace s cílem zrealitnit hodnotu devizového kurzu, pokud je platební bilance země v nerovnováze.

## **Hodnocení systému pevného devizového kurzu koruny**

Po zahájení rozsáhlé cenové liberalizace začátkem roku 1991 bylo jedním z hlavních úkolů hospodářské politiky zabránit rychlému růstu cen, zabránit nastartování tzv. inflační spirály. Uvolnění cen znamenalo totiž reálné nebezpečí, že počáteční cenový skok v prvních měsících roku 1991 (zhruba o 57 %) povede následně k růstu jiných nominálních veličin, jako jsou mzdy a devizový kurz, a tak bude zpětně působit na zvyšování inflace. Pro úspěšný průběh transformace ekonomiky bylo proto nezbytné nebezpečí permanentního růstu cenové hladiny předejít. Tohoto cíle bylo možné dosáhnout ukotvením některé z důležitých nominálních veličin v ekonomice, od níž se následně odvíjejí veličiny ostatní. Jako nominální kotva zpravidla přichází v úvahu buď některý z měnových agregátů (např. M2), nebo devizový kurz. Vzhledem k počátečním podmínkám transformace bylo rozhodnuto použít jako nominální kotvu pevný (fixní) devizový kurz koruny s vazbou na měnový koš a s minimálním rozsahem oscilačního pásma. Předností pevného devizového kurzu jako nominální kotvy byla především jeho transparentnost.

Pevný devizový kurz koruny v souladu s předpoklady opravdu přispěl k výraznému poklesu skutečné inflace i inflačních očekávání ekonomických subjektů. Je však třeba dodat, že k tomu významně přispěla i restriktivní fiskální a měnová politika, která byla v počátcích transformace důsledně prováděna. Přes tyto relativně příznivé tendence míra inflace v ČR převyšovala míru inflace ve vyspělých zemích stále o 5 až 7 procent. Při pevném nominálním kurzu koruny a vyšší míře domácí inflace v porovnání s inflací zahraniční docházelo k postupnému reálnému zhodnocování kurzu koruny.<sup>32</sup> Zhodnocování reálného kurzu má značné důsledky pro vývoj zahraničního obchodu a mezinárodní konkurenceschopnosti domácích výrobků (podrobněji viz kapitola 4.2).

## **Zavedení vnější směnitelnosti koruny a rozšíření flukтуаčního pásma**

Dnem 1. října 1995 vstoupil v platnost nový devizový zákon (č. 219/1995 Sb.). Přijetím tohoto zákona se česká koruna stala externě směnitelnou měnou v souladu s článkem VIII. Dohody o Mezinárodním měnovém fondu, tzn. v oblasti běžných transakcí. Česká republika se tak zařadila mezi více než sto zemí, které vyhovely mezinárodně uznávaným podmínkám směnitelnosti svých měn, podmínkám tzv. vnější směnitelnosti.

Nový devizový zákon však šel v liberalizaci mnohem dál, než stanoví osmý článek MMF. Tímto zákonem byly plně liberalizovány nejen všechny operace na běžném účtu platební bilance, ale došlo také k rozsáhlému uvolnění v oblasti kapitálových transakcí, čímž se koruna podstatně přiblížila stavu plné směnitelnosti, tzn. směnitelnosti jak v oblasti běžných, tak kapitálových transakcí (operací na běžném i kapitálovém účtu platební bilance). Na kapitálovém účtu platební bilance však i podle nového devizového zákona přetrvávaly některá omezení pro devizové tuzemce. Patřily k nim např. nákupy cenných papírů a otevírání devizových účtů v zahraničí, poskytování finančních úvěrů do zahraničí. Tyto operace podléhaly nadále devizovému povolení ČNB. K uvolňování těchto zbývajících omezení na kapitálovém účtu došlo postupně v průběhu několika příštích let. U většiny kapitálových operací bylo z důvodu získání údajů pro platební bilanci státu dřívější devizové povolení nahrazeno následnou oznamovací povinností.

Vnější směnitelnost měla nemalý vliv na bankovní sektor. Vystavuje totiž banky přímé zahraniční konkurenci. Zavedení vnější směnitelnosti znamenalo tedy další liberalizační opatření, které bylo přijato v rámci procesu transformace a které vedlo k většímu otevření české ekonomiky okolnímu světu.

---

<sup>32</sup> Poznamenejme, že reálným devizovým kurzem se rozumí nominální kurz korigovaný inflačním diferenciálem.

Se zavedením vnější směnitelnosti tak došlo k rozšíření možností alokace zdrojů. Domácí i zahraniční kapitál může volně přecházet z domácí měny do měn zahraničních a naopak. Může tudíž na sebe brát vždy takovou podobu, aby jeho alokace byla maximálně efektivní. Na druhé straně tento pohyb kapitálu za příznivějším prostředím (tzn. kdy kapitál je schopen rychle přijít k nám, ale zrovna tak i odejít) klade značné nároky na měnovou politiku. Ta musí pečlivě zvažovat své kroky, především pokud jde o úrokové sazby.

Úrokový diferenciál, tedy rozdíl mezi úrovní úrokových sazeb doma a v zahraničí, ovlivňuje pohyb peněz přes naše hranice a působí tak na velikost peněžní zásoby v ekonomice. Restrikce pohybu kapitálu uplatňované v prvních letech reformy pomáhaly centrální bance souběžně ovlivňovat jak peněžní zásobu, tak devizový kurz koruny.

Tím, že byl umožněn volný příliv zahraničního kapitálu do české ekonomiky, se začaly měnit důsledky režimu (systému) pevného devizového kurzu koruny s úzkým flukтуаčním pásmem pro celkový makroekonomický vývoj.

Systém pevného devizového kurzu koruny pomohl počátečnímu snížení inflace zhruba na 10 % ročně. Tato poměrně stále vysoká míra inflace překračovala míru inflace ve vyspělých tržních ekonomikách o 5 až 7 procentních bodů. Výrazně tak přispívala i k podstatně vyšším nominálním úrokovým mírám v naší zemi v porovnání se zmíněnými vyspělými zeměmi. A právě tento rozdíl v úrokových mírách (úrokový diferenciál), se stal podnětem pro příliv finančního kapitálu ze zahraničí, zejména krátkodobého spekulativního kapitálu, s cílem těžit z rozdílu mezi úrokovými sazbami. Stalo se tak především přijetím nového devizového zákona v roce 1995.

Dosažení vysokého stupně otevřenosti naší ekonomiky, kdy byl umožněn volný příliv zahraničního kapitálu, značně změnilo důsledky pevného devizového kurzu pro makroekonomický vývoj. Velký úrokový diferenciál a pevný, v podstatě stabilní devizový kurz koruny při liberalizovaném přílivu zahraničního kapitálu do ekonomiky vedly k výraznému nárůstu tohoto přílivu a současně k tomu, že domácí subjekty začaly usilovat o získání levnějších finančních zdrojů v zahraničí. Riziko pro zahraniční investory navíc snižovala politická a makroekonomická stabilita (čemuž odpovídalo zvýšení ratingového hodnocení ČR jako celku i jednotlivých subjektů).

Příliv zahraničního kapitálu vedl k neúměrnému zvyšování peněžní zásoby (agregátu M2) a tím k vytváření nežádoucích inflačních tlaků v ekonomice. Pevný kurz koruny se tak stal, na rozdíl od výchozí situace, významným zdrojem inflace uvnitř ekonomiky. Výrazné zvýšení likvidity uvnitř ekonomiky vedlo současně ke zvýšení agregátní poptávky přesahující výrobní možnosti naší ekonomiky, tzn. ke zvýšení poptávky po dovozu a k nárůstu deficitu obchodní bilance.

Měnové dopady přílivu zahraničního kapitálu se centrální banka zpočátku snažila řešit prostřednictvím sterilizačních opatření, tj. zvýšením povinných minimálních rezerv domácích bank, zvýšením úrokových měr z poskytovaných úvěrů a zejména pak emisí cenných papírů (pokladničních poukázek). Všechna tato opatření byla značně nákladná (z titulu rozdílů v úrocích přijímaných za devizová depozita u zahraničních bank a úrocích vyplácených z pokladničních poukázek) a především pouze částečně účinná. Docházelo totiž k dalšímu zvyšování domácích úrokových sazeb a tedy úrokového diferenciálu, což vedlo i k dalšímu přílivu zahraničního kapitálu. Účinnost, resp. neúčinnost sterilizačních opatření je možné hodnotit tzv. offset koeficientem, který udává, z kolika procent jsou provedená sterilizační opatření negována právě opětovným přílivem zahraničního kapitálu. Tento offset koeficient

dosahoval na počátku roku 1996 hodnoty 0,6 - 0,8 tzn., že sterilizační opatření ČNB byla z 60 až 80 % neúčinná.

Rozšíření oscilačního pásma bylo doporučováno jako jeden z možných způsobů, jak čelit nepříznivým dopadům intenzivního přílivu zahraničního kapitálu (především krátkodobého spekulativního kapitálu) na vnitřní a vnější rovnováhu. Dnem 28. února 1996 došlo na základě rozhodnutí ČNB k rozšíření fluktučního (oscilačního) pásma kurzu české koruny vůči koši měn z  $\pm 0,5\%$  na  $\pm 7,5\%$ . Centrální parita, tj. výchozí úroveň kurzu vyhlášeného k 1. 1. 1991, zůstala nezměněna. Zachována zůstala rovněž struktura měnového koše, který byl tvořen z 65 % DEM a z 35 % USD. Byl ponechán také spread, tj. přírážka či srážka, kterou ČNB účtovala při prodeji a nákupu korun k platnému kurzu devizového fixingu ( $\pm 0,25\%$ ). Nezměnil se ani mechanismus a pravidla devizového fixingu. ČNB tak reagovala na silný příliv spekulativního kapitálu zvýšením pružnosti devizového kurzu.

Stejně jako v předchozím období, tak i po rozšíření oscilačního pásma, mohl být zdrojem pohybu kurzu koruny pohyb košových měn vůči sobě navzájem, který teoreticky nemá žádná omezení. Druhým, v podstatě novým zdrojem pohybu devizového kurzu koruny se stal jeho možný pohyb v mezích fluktučního pásma, který je výsledkem vztahu nabídky a poptávky na devizovém trhu a intervencí ČNB v daném pásmu.

Centrální banka tímto svým krokem nezměnila zásadně stávající kurzový systém, pouze jej doplnila o potřebný prvek flexibility a zvýšeného kurzového rizika. V této souvislosti lze hovořit o modifikovaném pevném kurzu se širšími pásmy oscilace.

Volnější pohyb kurzu koruny mohl pomoci i při odhalení určité tendence směřující k rovnovážné úrovni devizového kurzu koruny, což předchozí systém s úzkým fluktučním pásmem ( $\pm 0,5\%$ ) neumožňoval.

Hlavním cílem rozšíření fluktučního pásma bylo zvýšit možnosti ČNB v oblasti měnové politiky omezené před únorem 1996 nutností provádění sterilizačních opatření (proti přílivu zahraničního kapitálu). Tohoto cíle se podařilo dosáhnout. Centrální banka nebyla nucena nadále nakupovat přitékající zahraniční měnu, aby udržela devizový kurz v úzkém rozpětí, a mohla se více zaměřit na zpomalování domácí poptávky. V květnu a červnu 1996 ČNB skutečně sáhla k výrazným restriktivním opatřením (dvojí zvýšení úrokových sazeb, zvýšení sazeb povinných minimálních rezerv), která vedla jednak ke zpomalení tempa růstu domácí peněžní zásoby (ze zhruba 19 % v prvním čtvrtletí 1996 na 9 % v závěru roku a 7,3 % v prvním čtvrtletí 1997), jednak k rychlému zvýšení již tak vysokého úrokového diferenciálu (zhruba ze 7,5 % na 8,5 %), a tím ke zhodnocení koruny. Bezprostředním výsledkem bylo zpomalení růstu dovozních cen, takže poprvé od roku 1994 se v roce 1996 zpomalil růst indexu spotřebitelských cen očištěného o ceny potravin a bydlení. Na přelomu let 1996 a 1997 se pak výrazně zpomalil i růst indexu spotřebitelských cen.

Zhodnocený kurz koruny na druhé straně znesnadňoval uplatnění českých exportů, což prohlubovalo dřívější problémy zahraniční nerovnováhy a výrazně se podílelo na zpomalení růstu průmyslu v závěru roku 1996.

Měnová politika začala mít prostřednictvím devizového kurzu po rozšíření fluktučního pásma mnohem výraznější vliv nejen na inflaci, ale i na reálné veličiny. To znamenalo také mnohem větší dávku odpovědnosti v rukou ČNB.

Klíčovým problémem tohoto kurzového transmisního mechanismu se ukázala být nedostatečná koordinace měnové a fiskální politiky. Zhodnocení kurzu vyvolané vysokými úrokovými sazbami ČNB přilákalo revalvační spekulanty a vedlo v lednu 1997 k „nafouknutí kurzové bubliny“. Po „splasknutí této bubliny“ následovala květnová devalvační spekulace, na kterou centrální banka reagovala jen dalším zvyšováním úrokových sazeb, což dále

podtrhávalo výkonnost domácí ekonomiky, vyvolávalo tlak na nové umělé nadhodnocení měny a případnou další devalvační spekulaci (a tak dále v bludném kruhu).

Tento vývoj potvrdil, že monetární restrikce, i když díky kurzu účinnější než dříve, sama o sobě není nejvhodnějším nástrojem pro řešení problémů spojených s vnější nerovnováhou. Pokud monetární restrikce nahrazuje v podmínkách flukтуаčního pásma restrikcí fiskální, je výsledkem začarovaný kruh vysokých úrokových sazeb, nízké výkonnosti a střídání revalvačních a devalvačních tlaků. Jediným východiskem může být důsledná koordinace obou politik, o níž částečně usilovaly oba vládní stabilizační programy.

Proto bylo **zrušení flukтуаčního pásma a přechod na systém řízeného floatingu**, ke kterému došlo 26. května 1997, vhodným řešením, neboť snížilo pravděpodobnost dalších nárazových útoků na devizový kurz vyvolaných měnovou politikou centrální banky.

Experiment s rozšířeným flukтуаčním pásmem koruny v období od března 1996 do května 1997 přinesl rozporuplné výsledky. Na jedné straně kurzové fluktuace splnily své proklamované cíle: zbrzdily příliv zahraničního kapitálu a umožnily centrální bance výrazněji ovlivňovat ekonomiku. Na druhé straně se stalo problémem, že pohyb kurzu ve flukтуаčním pásmu byl příliš jednosměrný. Příčinou této jednosměrnosti byla kombinace spekulativních útoků na hranice flukтуаčního pásma a převládajícího ex post pohledu u investorů provádějících arbitráž.

Tím se dostáváme od retrospektivy k perspektivě. V horizontu nejbližších několika let se systém řízeného floatingu zdá být nejlepším možným řešením. K případnému znovuzavedení flukтуаčního pásma by měla ČNB přistupovat s vysokou opatrností, aby se nově stanovená kurzová hranice nestala jen dalším červeným praporkem pro devizové spekulanty.

Navázání kurzu CZK na EUR a zavedení flukтуаčního pásma  $\pm 2,25\%$ , které je podmínkou pro přijetí do závěrečné etapy Hospodářské a měnové unie (EMU), se stane reálným až v době, kdy čs. ekonomika bude plně připravena tento krok učinit. Bylo by proto vhodné, aby se přechod od pohyblivého kurzu ke kurzovému mechanismu ERM II s flukтуаčním pásmem  $\pm 2,25\%$  uskutečnil až v požadovaném termínu 2 let před připojením ke společné měně. Vzhledem k současnému ekonomickému vývoji a dluhové krizi některých evropských zemí se však tento krok ve střednědobém horizontu nedá předpokládat. Otázkou spíše zůstává, jestli k němu vůbec někdy dojde.

## **Shrnutí kapitoly**

Devizový kurz má svou subjektivní stránku, je nástrojem hospodářské politiky vlády a měnové politiky centrální banky. Jestliže posuzujeme devizový kurz jako nástroj hospodářské politiky, zjistíme, že v jednotlivých zemích existuje velmi rozdílné konkrétní uspořádání kurzových vztahů. Projevuje se mimo jiné také v tom, že různé země používají rozdílná pravidla a mechanismy tvorby devizového kurzu a jeho řízení při uskutečňování plateb do zahraničí a inkas ze zahraničí. Soubor těchto pravidel a mechanismů tvoří systém devizového kurzu. Konkrétní uspořádání kurzových vztahů v rámci jednotlivých systémů devizových kurzů je spojeno především s odlišnou úlohou vlády (resp. centrální banky) a trhu při determinaci devizového kurzu a současně s rozdílnou mírou pružnosti či stability kurzu. Různé varianty pružných kurzů (flexible rates) jsou typické pro směnitelné měny. Vedle toho však existují rozdílné způsoby uspořádání kurzů nesměnitelných měn v netržních ekonomikách. Jedná se o nepružné devizové kurzy, které nereagují na vývoj tržních faktorů.

### **Otázky k zamyšlení**

1. Vysvětlete pojem systém devizového kurzu.
2. Jakým způsobem členíme systémy devizového kurzu?
3. Které faktory ovlivňují členění systémů devizového kurzu?
4. Vysvětlete rozdíly mezi systémem pevných kurzů a systémem volně pohyblivých kurzů. Jaké jsou hlavní výhody a nevýhody těchto systémů?
5. Kdy byla zavedena volná směnitelnost české koruny?
6. Jaký systém devizového kurzu v současné době uplatňuje ČNB u české koruny?

### **Pojmy k zapamatování**

- systém devizového kurzu,
- systémy pružných kurzů,
- systémy nepružných kurzů,
- ústřední kurz,
- oscilace devizového kurzu,
- systém pevných kurzů,
- systém volně pohyblivých kurzů,
- systém kurzů s řízenou pohyblivostí,
- systém regionálně pevných kurzů,
- systém s postupnými změnami parit.



# 4 DEVIZOVÝ TRH A ŘÍZENÍ KURZOVÝCH RIZIK

## Cíl kapitoly

Cílem této kapitoly je vysvětlit podstatu mezinárodních finančních vztahů z hlediska potřeb finančního řízení mikrosféry. Zaměříme se především na analýzu vlivu devizového kurzu a nástrojů finanční politiky v zahraniční směně na rozhodování exportérů a importérů, mechanismus fungování devizového trhu a možnosti využití devizových operací při řízení kurzových rizik v mikrosféře.

## Časová zátěž

Studiu této kapitoly věnujte devátý a desátý týden semestru v celkovém rozsahu 15 hodin.

## 4.1 Úvod do problematiky

Příčinou vzniku devizového trhu byl především rozvoj mezinárodního obchodu. Rozvoj výroby zboží a služeb při zaostávání domácí poptávky vede k přetlaku nabídky v dané ekonomice a k následnému vývozu zboží a služeb. Tím dostává konkurence mezi výrobci uvnitř ekonomiky mezinárodní rozměr. Vývoz dokonalejších výrobků z jedné země může potlačit produkci srovnatelného výrobku v jiné zemi. Tato země naopak může úspěšně vyvážet jiný druh výrobku, a tak potlačit produkci srovnatelného výrobku první země. Tímto způsobem dochází k mezinárodní dělbě práce a mezinárodní specializaci, která je důležitým činitelem růstu produktivity práce. Proces rozvoje mezinárodní dělby práce a specializace získal na dynamice především po druhé světové válce.

Dalším významným činitelem rozvoje devizového trhu je pohyb kapitálu. Existence rozdílu ve výnosnosti reálných i finančních aktiv v různých zemích vede podnikatele jedné země k tomu, aby investovali v jiné zemi, kde je výnosnost aktiv vyšší. Toto přelévání kapitálu mezi jednotlivými zeměmi vede za ideálních podmínek k vyrovnání výnosnosti aktiv v jednotlivých zemích. To je ovšem ideální stav, který je realitě poněkud vzdálen.

Rovněž rozvoj transferových plateb a výplat důchodů mezi jednotlivými zeměmi je důsledkem rozvoje mezinárodní spolupráce. S rozvojem mezinárodních hospodářských vztahů dochází k mezinárodnímu pohybu pracovní síly, a tedy k dovozu a vývozu důchodů. Rozvoj mezinárodních vztahů je navíc spojen také s rozvojem hospodářské pomoci a pomoci v kulturní, vědecké a jiných oblastech. Ten je opět spjat s dalším nárůstem transferových plateb mezi jednotlivými zeměmi, a tím i s využíváním devizového trhu.

Pohyb zboží, investic, důchodů a transferů ze země do země vyžaduje výměnu peněžních jednotek jedné země za peněžní jednotky jiné země, což je příčinou vzniku devizového trhu. Na devizovém trhu je zdrojem rovnováhy devizový kurs, který jsme si definovali jako cenu jedné měnové jednotky vyjádřenou v jiné měnové jednotce. Nabídka a poptávka na tomto trhu podléhá jak systematickým změnám, tak nesystematickým výkyvům. Takové změny nabídky a poptávky vyvolávají kolísání (oscilaci) devizového kurzu.

Volatilita (kolísání) devizových kurzů je pro účastníky devizového trhu zdrojem nejistoty. Například vývozce si nemůže být jistý, jakou částku získá v domácí měně, protože od okamžiku prodeje k okamžiku inkasa a směny může dojít k významné změně devizového kurzu. Tato nejistota je faktorem, který omezuje rozvoj mezinárodních vztahů jak v oblasti zahraničního obchodu, tak v oblasti pohybu kapitálu. Volatilita devizových kurzů dlouhodobě roste. K podstatnému nárůstu volatility devizových kurzů došlo po rozpadu breton-

woodského měnového systému (systému pevných kurzů). Od té doby (od počátku 70. let) volatilita kurzů průběžně narůstá. Společně s rozvojem mezinárodních ekonomických vztahů tak vznikají tlaky, které tento rozvoj omezují. S cílem minimalizovat rizika plynoucí ze změny devizových kurzů se postupně začaly využívat a rozvíjet devizové operace na devizových trzích, které přispívají k rozvoji mezinárodních ekonomických vztahů, a tedy i k dalšímu rozvoji devizového trhu a devizových obchodů.

## 4.2 Působení devizového kurzu na rozhodování exportérů a importérů

Rozhodování o zahraniční směně podniku ovlivňují nejen ceny dovozu a vývozu na zahraničních trzích, ale také výše a pohyb devizových kurzů, cla, finanční nástroje podporující vývoz, platební a úvěrové podmínky a další faktory.

V dalším výkladu se budeme zabývat nejdříve analýzou vlivu devizového kurzu a nástrojů finanční politiky v zahraniční směně na rozhodování exportních a importních podniků.

Každý kurzový pohyb se bezprostředně promítá do kalkulací vývozců a dovozců, čímž působí na jejich rozhodování o vývozu a dovozu a tím i na nabídku a poptávku deviz na devizovém trhu. Depreciace a apreciacie měny působí rozdílně na finanční rozhodování exportérů a importérů. Obecně platí, že zhodnocení kursu domácí měny (její apreciacie) podporuje růst dovozu a přispívá k omezení vývozu. Naopak znehodnocení kursu domácí měny (její depreciace) stimuluje vývoz a přispívá k omezení dovozu.

**Depreciace** domácí měny způsobuje, že cena domácího zboží se po přepočtu na zahraniční měnu snižuje, resp. tržby domácího exportéra v domácí měně se zvyšují v případě, že zahraniční cena zůstane na původní úrovni. Opačně působí depreciace na domácí importéry. Poptávka po importu se v důsledku depreciace omezuje, protože import se stává dražší, resp. inkaso zahraničního exportéra v cizí měně bude nižší (což následně povede k omezení zahraniční importní nabídky, případně k jejímu zdražení).

Naopak **apreciacie** domácí měny vede k tomu, že naše zboží bude v zahraničí po přepočtu na zahraniční měnu dražší (poptávka po něm se bude snižovat), resp. tržby domácího exportéra v domácí měně se sníží v případě, že zahraniční cena zůstane na původní úrovni (což povede k destimulaci exportérů). Opačně bude opět působit apreciacie na domácí importéry. Poptávka po importu se v důsledku apreciacie domácí měny zvýší, protože import se stává levnějším, resp. inkaso zahraničního exportéra v cizí měně bude vyšší, což bude podporovat jeho zájem o export, případně může vést ke snížení ceny zahraniční nabídky.

Obdobně jako apreciacie a depreciace devizového kurzu působí na exportéry a importéry také revalvace a devalvace domácí měny v případě systému pevných devizových kurzů. **Politika devalvace** je obvykle prováděna za účelem podpory konkurenceschopnosti domácího exportu na zahraničních trzích. Při analýze vlivu devalvace v ekonomice je nutné rozlišovat účinky krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé.

Krátkodobý efekt devalvace je založen na předpokladu, že ceny a mzdy se v krátkém období příliš nemění, přizpůsobují se pomalu. Ceny importu v domácí měně v důsledku devalvace rostou, ceny exportu vyjádřené v zahraniční měně naopak klesají. Oba tyto vlivy v importu i v exportu zvyšují mezinárodní konkurenceschopnost domácích výrobků. Přesto však počáteční dopad devalvace na zvýšení čistého exportu (export - import) může být pomalý. Jestliže se ceny exportovaného zboží nezmění a množství exportovaného zboží podstatněji nezvýší, pak důchody z exportu budou růst v krátkém období jen velmi pomalu. Na druhé straně množství importu se v krátkém období obvykle podstatněji nesníží, ale ceny importu

v domácí měně vzrostou. Hodnota importu proto může v krátkém období vzrůst podstatně. V důsledku toho může devalvace vést v krátkém období k deficitu obchodní bilance, popř. může prohloubit existující deficit. V dlouhém období však zvýšení množství exportovaného zboží a omezení množství importu povede pravděpodobně ke zvýšení čistého exportu a k vytvoření přebytku obchodní bilance. Tento efekt devalvace je známý jako efekt J-křivky.

Střednědobý efekt devalvace závisí na velikosti domácí nabídky. Jestliže má ekonomika volné zdroje na výrobu dalšího zboží a může tak pokrýt vzestup agregátní poptávky, výroba se zvýší a nezaměstnanost klesne. Jestliže však ekonomika vyrábí při plné zaměstnanosti a plném vytížení kapacit, nemůže jako celek produkovat více zboží. Vyšší poptávka vyvolá rychlé zvýšení cen a mezd. Jestliže ceny a mzdy vzrostou ve stejné míře, v jaké byl devalvován devizový kurs, pak se reálný kurs a konkurenceschopnost vrátí na původní úroveň. Vyšší mezinárodní konkurenceschopnosti tak může být dosaženo jen v případě, kdy je devalvace doprovázena fiskální politikou, která zajistí, že např. v důsledku vyššího zdanění nebude docházet ke zvýšení agregátní poptávky. Tlaky na zvýšení domácích cen se v důsledku toho odstraní a kurs může ve středním období podporovat zvýšení konkurenceschopnosti domácích výrobců v zahraničí.

Dlouhodobý efekt devalvace může v domácí ekonomice působit pozitivně jen tehdy, jestliže devalvace vyvolá odpovídající změny v reálné ekonomice. Pokud nedojde k potřebné restrukturalizaci, nezvýší se investice do exportně výhodných odvětví atd., může devalvace v konečném důsledku vést ke zvýšení všech nominálních cen a mezd v souvislosti s vyššími cenami dovozu a všechny reálné veličiny zůstanou beze změny.

Zatím jsme uvažovali, jak ovlivní změny **nominálního kurzu** (kótovaného na trhu) export a import zboží. Do jaké míry se však skutečně změní konkurenceschopnost domácích výrobců na zahraničním trhu, nezávisí jen na změně nominálních kurzů, na apreciaci či depreciaci měny, ale také na tom, zda ceny v domácí ekonomice rostly rychleji nebo pomaleji než v zahraničí.

Mezinárodní konkurenceschopnost domácího exportu se měří pomocí **reálného kurzu**  $ER_R$ , který upravuje hodnotu nominálního kurzu v čase  $t+1$   $ER_{t+1}$  o vliv vývoje cenových hladin doma ( $P_D$ ) a v zahraničí ( $P_Z$ ) za uplynulé období  $t$  až  $t+1$ :

$$ER_R = ER_{t+1} \frac{(1 + \rho_Z)}{(1 + \rho_D)}$$

Porovnáním reálného kurzu s běžným kurzem předchozího období  $ER_t$  můžeme zjistit, do jaké míry se změnila cenová konkurenceschopnost domácí ekonomiky vůči zahraničí. Jestliže dojde ke zvýšení reálného kurzu (tzn. k jeho znehodnocení), dojde ke snížení reálné kupní síly domácí měny v zahraničí a současně k růstu konkurenceschopnosti domácích výrobců. Naopak v případě poklesu reálného kurzu (tzn. zhodnocení) dojde ke zvýšení reálné kupní síly domácí měny v zahraničí a současně k poklesu konkurenceschopnosti domácích výrobců.<sup>33</sup>

Vedle dynamiky vývoje nominálních a reálných kurzů je možné rovněž sledovat kurz odpovídající paritě kupní síly, který vyjadřuje výši nominálního kurzu, při kterém by reálný kurz zůstal po určité období stabilní. Mezi vývojem cenových hladin a vývojem devizového kurzu existuje vzájemná funkční závislost (nikoli pouze konstatovaná souvislost). Devizový kurz přitom dlouhodobě tenduje k paritě kupní síly.

<sup>33</sup> Doposud (v kapitole 2.3) jsme si reálný devizový kurz definovali jako nominální kurz korigovaný inflačním diferencialem, který byl vyjádřen opačným způsobem. Z tohoto důvodu jsou i závěry zde uvedené opačné. Standardnější způsob vymezení reálného devizového kurzu viz tato strana.

Poměr tržního kurzu a parity kupní síly vyjadřuje tzv. **koeficient ERDI** - Exchange Rate Deviation Index. Koeficient ERDI ukazuje, do jaké míry se nominální tržní kurz odchyluje od kurzu propočteného na bázi parity kupních sil. Tento index tedy udává, kolikrát je cenová hladina výrobního koše v porovnané zemi vyšší než v domácí ekonomice a vypovídá tak o faktickém znehodnocení národní měny vůči příslušné zahraniční měně. Koeficient ERDI se stává jedním z předních moderních indikátorů kursového vývoje a kurzové politiky. Jeho míra je dána hlavně vahou kapitálových faktorů devizového trhu, ale často i záměrnou kurzovou politikou centrální banky nebo vlády (což byl i případ České republiky).

Když byl v roce 1990 třemi rychlými devalvačními kroky nastartován transformační proces čs. ekonomiky, byl kurs koruny záměrně podhodnocen. Mělo se tak ulehčit exportním oborům, než se přizpůsobí strukturou výroby a hlavně výrobními náklady tvrdým podmínkám zahraničních trhů. Kursovou politikou se tedy měla usnadnit cesta k nápravě strukturálních a cenových deformací. Podhodnocená koruna však vytvořila takové prostředí pro exportní obory, které umožnilo přežít i podnikům, které by svou výrobou a nákladovostí už dávno neobstály na zahraničních trzích. Během posledních let se koeficient ERDI, v důsledku vyšší míry inflace u nás než v západních zemích a při zhruba stejném tržním nominálním kursu koruny, snižuje (např. ERDI na bázi DEM se v letech 1992 až 1996 snižoval ze 4,0 až na zhruba 2,9),<sup>34</sup> takže koruna se reálně zhodnocuje a přibližuje se poměru cenových hladin. Vzhledem ke stále značnému rozdílu cenových hladin se však kurs koruny bude vůči měnám zemí EU ještě dlouho reálně zhodnocovat relativně vysokým tempem, i když pomalejším než dosud (odhady hovoří o 4 - 5 % ročně), dokud se cenové hladiny nepřiblíží. Proces reálného zhodnocování koruny přitom bude probíhat bez ohledu na to, zda nominální kurs bude více či méně pevný nebo pružný. Situace, kdy vyrovnávání reálných kursů koruny vůči ostatním měnám zemí EU v souladu s inflačním diferencíálem bude probíhat na základě pohybu nominálního kurzu, je asi dosti vzdálená.

Reálné zhodnocování koruny a snižování konkurenční schopnosti našeho exportu vede k častému volání exportérů po další devalvaci koruny. Především narůstající deficit obchodní bilance v letech 1993 až 1996 vyvolával značné devalvační tlaky. Je nutné si však uvědomit, že každý devalvační postup zvyšuje hodnotu ukazatele ERDI, takže v našem případě by takové řešení likvidovalo reálné zhodnocení koruny, k němuž došlo v průběhu posledních let. Praxe tržních ekonomik ukazuje, že devalvační postup je oprávněný v případech, kdy se ERDI přibližuje hodnotě 1,5 až 1,3, což je situace, kdy se nominální devizový kurz blíží celkové i strukturální rovnováze na devizovém trhu, takže setrvávání na dosavadní úrovni kursu by mohlo působit nežádoucím směrem na vývoj platební bilance.

V dosavadním výkladu jsme sledovali důsledky změn nominálních a reálných devizových kurzů na export a import zboží v bilaterálních vztazích. Vliv kurzových změn na mezinárodní konkurenceschopnost jako celek vůči všem obchodním partnerům vyjadřují tzv. **efektivní kurzy**, stanovené mnohostranně metodou koše, jednak jako nominální, jednak jako reálné (očištěné o vliv inflace).

Pro vyjádření nominálních efektivních změn kursů se používá např. v rámci Mezinárodního měnového fondu tzv. mnohostranný model devizového kursu MERM (Multinational Exchange Rate Model), který vyjadřuje kurs dané měny ve vztahu k 17 měnám vyspělých průmyslových zemí. Nominální efektivní změny kursu jsou publikovány ve statistice

---

<sup>34</sup> Hodnoty koeficientu ERDI uváděné v odborné literatuře se často značně liší, a to zejména v důsledku volby srovnávané země (měny) či skupiny zemí, měnového koše, výběru reprezentantů výrobců a služeb a nebo, v závislosti na tom, zda jde o propočtení spotřebitelskými cenami či cenami průmyslových výrobců.

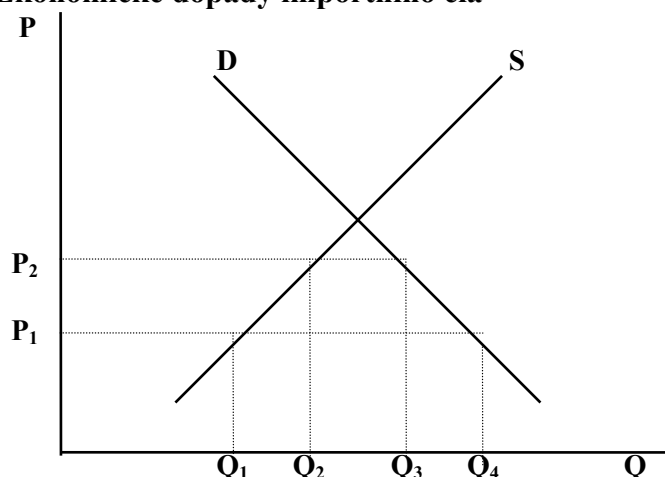
Mezinárodního měnového fondu jako indexy se základem 1985 = 100. Zvyšující se hodnota indexu vyjadřuje apreciaci měny.

Závěrem je nutné zdůraznit, že intenzita vlivu devizového kursu v mikrosféře je rozdílná podle toho, jaký systém devizového kursu je u dané měny uplatňován. Jestliže se v ekonomice uplatňují relativně pevné kursy (jak tomu bylo např. v České republice do začátku roku 1996), jsou podniky vystaveny menšímu kursovému riziku. Rozšíření volně pohyblivých kursů vede k růstu devizových rizik v obchodních operacích i při umisťování kapitálu v zahraničí. I pouhé zavedení širších pásem oscilace kursu (jako např. u kursu české koruny v roce 1996) zvyšuje riziko, jemuž jsou podniky v souvislosti s importem a exportem zboží vystaveny. V důsledku toho dochází k růstu senzitivity devizových aktiv, pasiv a peněžních toků na pohyb devizových kursů a současně vzrůstá význam operací a nástrojů, které se na devizových trzích používají ke krytí kurzových rizik.

### Devizový kurz a finanční nástroje v zahraničním obchodě

Vliv devizového kursu na chování podniku se prosazuje v komplexu určité cenové, měnové, devizové a finanční politiky. Poptávku po importu lze ovlivnit importními cly a dovozními kvótami, zatímco nabídku exportu exportními dotacemi nebo jinými formami finančních nástrojů určených k podpoře exportu. Tyto nástroje mohou podporovat vliv kursových změn, mohou však také vliv devizového kursu na vývozce a dovozce omezovat, popř. i eliminovat. Dopady zavedení importního cla na vývoj domácí poptávky a nabídky ukazuje obrázek č. 4.1.

**Obrázek č. 4.1: Ekonomické dopady importního cla**



Křivky D a S představují poptávku a nabídku na trhu zboží. Před zavedením importních cel nakupují domácí spotřebitelé určité zboží (např. televizory) v ceně  $P_1$ . V podmínkách volného obchodu vyrábí domácí výrobci zboží v rozsahu  $Q_1$ , poptávka spotřebitelů však při ceně  $P_1$  dosahuje až k bodu  $Q_4$ . Domácí produkce je proto doplňována importem v rozsahu  $Q_1Q_4$ . Zavedením cla se cena televizoru na domácím trhu zvýší do  $P_2$ . Clo má tendenci působit na zvýšení domácích cen. Zvýšení cen na domácím trhu podporuje zvýšení domácí produkce v rozsahu  $Q_1Q_2$  a zároveň snížení domácí spotřeby v rozsahu  $Q_3Q_4$ . Množství importu tak klesne z  $Q_1Q_4$  na  $Q_2Q_3$ .

Pokud jde o účinky importních cel, jedná se o následující komplex, jehož jednotlivé směry působení jsou závislé na konkrétní realitě určité země v určitém čase: ochranářský, fiskální, redistribuční, důchodový, spotřební, účinek na platební bilanci a na reálné směnné relace. Ochrannářský, redistribuční a důchodový účinek se týká domácích výrobců zboží, které je clem zdraženo při dovozu. Jde o vliv dovozního cla na rozšíření domácí výroby (po zvýšení ceny na domácím trhu), na zvýšení konkurenční schopnosti domácích výrobců, zvýšení důchodů

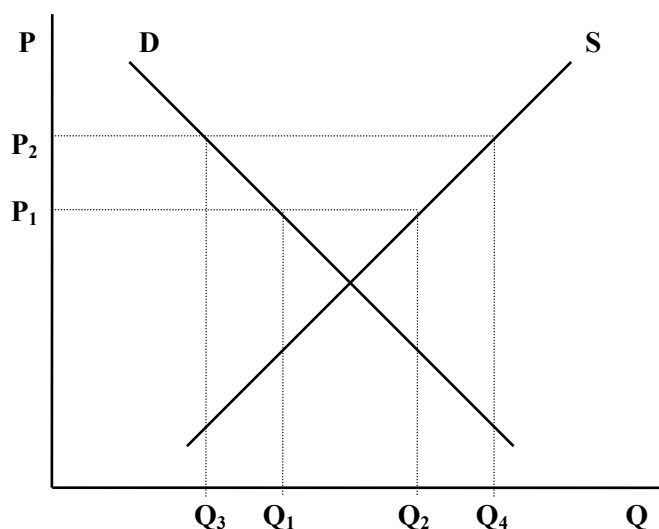
v daném odvětví. Spotřební účinek cla se projeví v poklesu domácí poptávky a spotřebě daného výrobku po zvýšení jeho domácí ceny. Fiskální účinek se promítne ve finančních příjmech státu, je závislý na objemu dovozu a výši cla. Účinek na reálné směnné relace vyplývá z tlaku na snížení dovozních cen (zahraniční exportér se snaží snížením ceny překonat rozdíl mezi domácí cenou a dovozním clem zvýšenou cenou dováženého výrobku). Účinek na platební bilanci se projeví omezením dovozu po jeho znevýhodnění clem, příp. i zlepšením konkurenční schopnosti domácího výrobce, který je současně exportérem (možnost zvýšení ceny na domácím trhu využije ke snížení exportní ceny, a tedy ke zlepšení své odbytové situace v zahraničí; zde je ovšem nutno vážit velikost pružnosti vývozu).

Tlak na zavádění importních cel, resp. na jejich zvýšení, je vyšší zpravidla tehdy, kdy ekonomika pociťuje vyšší potřebu ochrany domácí výroby (např. v souvislosti s růstem nezaměstnanosti). Tendence k integraci naopak předpokládají volný trh zboží. Podobný dopad jako importní cla má i zavádění netarifních kvantitativních nástrojů omezování dovozu (dovozní kvóty), či omezení na bázi různých předpisů (zdravotních, ekologických, bezpečnostních, dopravně-spedičních aj.).

Proexportní orientace patří v tržních ekonomikách k důležitým rysům hospodářské politiky. Nástroje finanční politiky v oblasti vývozu mají různé formy. Zahrnují jak exportní dotace, včetně vývozních premií, tak i výhodnější úvěry pro exportéry, daňové úlevy, zvláštní formy pojištění vývozu a další.

Účinky exportních dotací v ekonomice jsou mnohostranné. Především ovlivňují domácí ceny a v této souvislosti mění vztahy mezi domácími výrobci a spotřebiteli (viz obrázek č. 4.2). V podmínkách volného obchodu a nenasyčenosti zahraničního trhu existuje při ceně  $P_1$  domácí spotřebitelská poptávka  $Q_1$ , výroba  $Q_2$  a export v rozsahu  $Q_1Q_2$ . Po zavedení exportních dotací výrobci omezí nabídku na domácím trhu a export vzroste z  $Q_1Q_2$  na  $Q_3Q_4$ . V důsledku toho bude poptávka spotřebitelů na domácím trhu uspokojena jen do výše  $Q_3$  při vyšší ceně  $P_2$ , která bude zahrnovat zahraniční cenu plus exportní dotaci.

**Obrázek č. 4.2: Ekonomické dopady exportní dotace**



Přestože existuje řada argumentů proti podporování exportu formou dotací, neznamená to, že by státy za určitých okolností export finančními nástroji nepodporovaly. Systém státní podpory exportu se nemusí opírat pouze o dotace, pro něž je navíc obtížné stanovit vhodná kritéria, ale může využívat i další nástroje jako např.:

- a) subvencování části úrokových nákladů vyplývajících z vývozu na dlouhodobý úvěr a krytí přechodného nedostatku vlastních zdrojů domácím provozním úvěrem,
- b) odkup pohledávek vzniklých z vývozu na úvěr,
- c) převzetí části rizik z návratnosti zahraničních pohledávek státem, popř. i ve spolupráci se zahraničními, resp. nadnárodními institucemi (to se může týkat jak pojištění vývozních úvěrů proti komerčním rizikům, tak politickým rizikům i pojištění zahraničních investic),
- d) daňové úlevy u proexportně zaměřených výrobců, např. při určitém podílu vývozu na jejich celkové ekonomické činnosti atd.

Je tedy zřejmé, že devizový kurz je důležitým, nikoliv však jediným nástrojem, který ovlivňuje chování subjektů mikrosféry a jejich rozhodování o exportu a importu.

### 4.3 Devizový trh a jeho struktura

**Devizový trh** je možné definovat jako místo, na kterém se střetává poptávka po peněžních instrumentech denominovaných v jedné národní měně s nabídkou peněžních instrumentů denominovaných v jiné národní měně. Na devizovém trhu tedy dochází ke konverzi jedné měny do druhé.

Na devizový trh vstupují jednotlivé ekonomické subjekty, aby zde získaly prostředky nezbytné k zabezpečení mezinárodních plateb souvisejících se zahraniční směnou a pohybem kapitálu. Motivem vstupu na devizový trh může být také snaha zajistit se proti kursovým rizikům a snaha dosáhnout případného zisku z kursových rozdílů. Devizového trhu se účastní rovněž oficiální státní instituce (většinou centrální banky), které se snaží regulovat poptávku a nabídku cizích měn podle záměrů své hospodářské (měnové) politiky.

Ve světové ekonomice v současné době již neexistují ekonomicky oddělené národní devizové trhy. Je možné hovořit pouze o trzích jednotlivých národních měn, případně geograficky oddělených národních trzích. K integračnímu procesu dříve ekonomicky oddělených národních devizových trhů přispěl především rozvoj volné směnitelnosti národních měn pro všechny finanční operace a všechny ekonomické subjekty a rovněž postupný rozvoj eurodolarového a euroměnového trhu. V současnosti již okolo 152 členských zemí Mezinárodního měnového fondu právně potvrdilo volnou směnitelnost své národní měny podle článku VIII. Stanov MMF, tzn. v oblasti obchodních plateb. Z toho více jak polovina měn je pouze minimálně omezována i v rámci kapitálových operací.

Obchodování s předními světovými měnami tak není v dnešní době koncentrováno pouze na území své původní emise, ale je diverzifikováno po celém světě. Díky plně rozvinutému světovému trhu s devizami může kterákoli domácí obchodní banka nakoupit americké dolary nejen od obchodních bank v USA, ale například u kterékoliv jiné obchodní banky tzv. přes ulici nebo také na opačné straně světa v Sydney. Stejně tak si na stejných místech může uložit své přebytečné dolary na termínované depozitum, případně chybějící vypůjčit.

Teritoriální rozmístění jednotlivých devizových trhů umožňuje nepřetržité obchodování 24 hodin denně. Nejvýznamnější devizové trhy se nacházejí v tradičních finančních centrech (Tokio, Frankfurt, Curych, Paříž, Londýn, New York, San Francisco), která jsou dále vhodně doplňována netradičními finančními centry (off - shore financial centers), jako například Nové Hebridy, Hong Kong, Singapur, Bahrajn, Bejrút a Panama. Možnost obchodovat s devizami celých 24 hodin denně se stává na druhou stranu nutností, protože banka dodržující pouze osmihodinový pracovní den by byla nutně vystavena kurzovému riziku.

Proto obchodní banky udržují ve svých dealingových odděleních<sup>35</sup> vícesměnný provoz, aby tak udržely nepřetržitý kontakt s trhem.

Devizový trh není trhem úvěrovým, tzn. že na něm nevznikají mezi jednotlivými subjekty úvěrové vztahy, ale dochází pouze ke zmiňované konverzi jedné měny do druhé. Úvěry v cizích měnách je možné čerpat na mezinárodních finančních trzích, které je třeba od devizového trhu odlišovat. Uvedené odlišení má význam především z hlediska vykazování objemu operací. Zatímco na finančních trzích jsou objemy operací vykazovány jako stav k určitému okamžiku, na devizových trzích se vykazují jako obrat za určité období.

Devizové trhy prošly v posledních letech bouřlivým vývojem. Devizový obrat na světových devizových trzích několikanásobně převyšuje obrat zahraničního obchodu všech zemí světa. Některé údaje uvádějí, že např. na jednu obchodní transakci připadají tři až čtyři kapitálové transakce spojené se snahou o zajištění proti kursovému riziku. Velká část operací má však spekulativní charakter. Dostupné odhady z roku 2011 ukazují, že průměrný denní obrat devizového trhu se pohybuje okolo 4 000 mld. USD. Dominantní pozici na devizovém trhu zaujímají termínové operace, zejména díky ohromnému nárůstu na počátku 90. let.

### Organizační struktura a subjekty devizového trhu

Organizační struktura devizového trhu bývá často mylně spojována s fungováním devizové burzy. Devizové burzy však hrají významnější roli pouze v obchodování s měnovými deriváty typu opcí (options) a futures. Největší devizové burzy se nacházejí v tradičních finančních centrech jako Londýn, New York, Frankfurt, Tokio. V 90. letech se díky boomu v oblasti termínových obchodů a finančních derivátů dostávají do popředí i burzy dříve méně známé, jako např. Chicago Board of Exchange, Chicago Mercantile Exchange nebo Osaka Securities Exchange. V případě ostatních typů devizových operací mají burzy z hlediska celkového devizového obratu pouze symbolickou úlohu. Převažujícím způsobem obchodování na devizových trzích je neorganizovaný způsob, často nazývaný **over the counter** (OTC trh - trh přes přepážku). Tento trh je jak z hlediska celkového objemu operací, tak z hlediska utváření devizového kursu rozhodující.

Osou obchodování na neorganizovaném trhu jsou obchodní banky se svými dealingovými odděleními, které navzájem propojují maloobchodní a velkoobchodní devizový okruh (mezibankovní devizový trh). Na **maloobchodním trhu** vystupují především obchodní banky, které provádějí různé služby pro své klienty. Obchodní banky umožňují exportujícím podnikům směňovat jejich devizová aktiva do národní měny a naopak importujícím podnikům umožňují směnu národní měny do potřebného aktiva v cizí měně. Provádějí podle potřeb svých klientů jak operace promptní (s realizací kontraktu do dvou obchodních dnů), tak i termínové operace typu forward (kdy dochází k dodání nebo odkoupení devizy k předem sjednanému datu). Obchody se zde uskutečňují při kursu kótovaném zvláště pro každou operaci. To umožňuje neustále obnovovat rovnováhu devizového trhu.

Na **mezibankovním trhu** vystupují dealeři obchodních a centrálních bank, kteří zde obchodují na svůj účet, resp. na účet obchodních a centrálních bank. Obchody mezi sebou uzavírají buď přímo, nebo prostřednictvím tzv. brokerů. Brokeři (makléři) zprostředkovávají operace mezi jednotlivými dealery. Brokeři tedy neobchodují na vlastní účet, ale za poplatek propojují jednotlivé dealery. Výše poplatku je stanovena pevně procentem z realizovaného obchodu v závislosti na druhu obchodované měny. Dealeři využívají těchto služeb především

---

<sup>35</sup> V dealingovém oddělení se jedna skupina pracovníků věnuje pouze devizovému trhu. Z této skupiny se někteří pracovníci specializují výhradně na mezibankovní trh a jiní na trh klientský. Pouze malá skupina pracovníků obstarává trh valutový.



proto, že brokeři jsou v kontaktu s větším počtem dealerů a mohou tak snadno, rychle a s nižšími náklady získat informace o kótovaných kursech jednotlivých dealerů. Dalším důvodem využívání brokerů je skutečnost, že jejich služba umožňuje zůstat v anonymitě až do skončení transakce. Pokud dealeři mezi sebou obchodují přímo, vzniká nebezpečí, že ostatní dealeři odhadnou záměry (obchodní trend) jednoho z nich a využijí toho při kotaci kursů. Proto služeb brokerů využívají i centrální banky, pokud chtějí utajit záměry svých devizových intervencí.

### Účastníci devizového trhu

Hlavními účastníky devizového trhu jsou firmy (exportní a importní podniky), finanční instituce nebankovního charakteru, obchodní banky a centrální banky.

**Firmy a finanční instituce nebankovního charakteru**, jako jsou penzijní fondy, pojišťovny aj., vstupují na devizový trh z následujících důvodů:

- nákupu a prodeje zahraničních měn pro potřeby zajištění plateb souvisejících se zahraničním obchodem a zahraničními investicemi,
- zajištění devizových pohledávek a závazků proti kursovému a úrokovému riziku,
- hledání optimální měnové struktury svých devizových účtů.

Tyto subjekty pro své operace většinou využívají služeb obchodních bank. Základním charakteristickým rysem jejich chování je snaha o zajištění svých devizových pohledávek a závazků proti pohybu devizových kursů. Preference jistoty nutí podniky k hledání nerizikových uzavřených devizových pozic. **Devizovou pozici** podniku můžeme definovat jako určitý vztah jeho devizových aktiv a pasiv, přičemž určujícími charakteristikami jsou kvantitativní, měnová, úroková a časová struktura. **Uzavřená (flat) devizová pozice** nastává v situaci, kdy podnik není v čase vystaven rizikům vyplývajícím z pohybu devizového kursu. To znamená za situace, kdy se jeho pohledávky a závazky v jednotlivých měnách shodují, pokud jde o kvantitativní výši, dobu splatnosti a způsob úročení. Přesto, že otevřená devizová pozice může být zdrojem dodatečného spekulativního zisku, převážná většina podniků dává přednost jistotě a snaží se proto o zajištění kursových rizik. Zajištění může být provedeno prostřednictvím kursových (měnových) doložek připojených přímo k obchodním smlouvám nebo prostřednictvím devizových operací.

**Obchodní banky** na devizovém trhu:

- poskytují služby svým klientům,
- provádějí různé typy devizových operací s cílem dosažení zisku z kursových a úrokových rozdílů (devizová arbitráž a spekulace),
- hledají optimální strukturu svých devizových aktiv a pasiv z hlediska ziskovosti, jistoty a likvidity.

Charakteristickým rysem činnosti obchodních bank je neustálý pohyb v trojúhelníku cílů ziskovosti, jistoty a likvidity. Problém této snahy spočívá v tom, že dosažení jednoho cíle si obvykle odporuje s dosažením jednoho nebo obou dalších cílů. Devizové prostředky držené na běžných účtech u partnerských bank jsou sice nejlikvidnějšími penězi, zároveň však obvykle nejsou příliš úročeny. Otevřená devizová pozice na termínovém účtu v měně s volně pohyblivým kursem může přinést velký zisk při správném očekávání kursových pohybů, je však v rozporu s jistotou a likviditou.

V maloobchodním okruhu realizují obchodní banky zisk z rozdílu mezi nákupním a prodejním kursem, dále z různých poplatků za poskytované služby a z tzv. „floatu“. **Float** se v případě promptních operací vytváří díky časovému rozdílu mezi obdržení devizy (národní měny) od klienta a plněním kontraktu ze strany obchodní banky. Vzhledem k tomu, že při uskutečňování promptních operací musí banka dodat devizu do dvou obchodních dnů po uzavření kontraktu, má banka po dva dny k dispozici neúročené peněžní fondy, které může uložit na krátkodobé termínové depozitum u jiné banky.

Na mezibankovním trhu banky hledají optimální strukturu svých aktiv a pasiv. Vzájemný poměr mezi devizovými aktivy a devizovými pasivy v jednotlivých měnách určuje devizovou pozici banky. Obchodní banky na rozdíl od firem daleko častěji vyhledávají otevřené spekulativní devizové pozice. Charakteristickým rysem **devizové spekulace** je, že příslušný subjekt se snaží odhadnout budoucí vývoj devizového kursu a na základě tohoto odhadu utváří svou otevřenou devizovou pozici.

**Otevřenou devizovou pozici** ve vztahu k pohybu devizového kursu může spekulant zaujmout jako aktivní nebo pasivní. Při **aktivní (dlouhé) devizové pozici** jsou pohledávky v příslušné měně větší než závazky a spekulant očekává zhodnocení devizového kursu této měny. Při **pasivní (krátké) devizové pozici** jsou závazky v příslušné měně větší než pohledávky a spekulant naopak očekává znehodnocení devizového kursu uvažované měny.

Stupeň rizikovosti aktivní spekulativní pozice úzce souvisí s rozsahem měnové diverzifikace aktiv příslušného subjektu. O relativně nerizikovém portfoliu mluvíme v případě, kdy jednotlivá aktiva jsou diverzifikována a zároveň nejsou vzájemně pozitivně korelována. Základním znakem rizikového portfolia naopak je, že aktiva nejsou diverzifikována, případně jsou diverzifikována do vzájemně silně pozitivně korelovaných aktiv.

Dalším zdrojem zisku obchodní banky může být i **devizová arbitráž** na promptním (termínovém) trhu nebo devizová arbitráž mezi promptním a termínovým trhem. Arbitráží rozumíme obchod nebo posloupnost obchodů, které přináší determinovaný zisk, tj. zisk, jehož velikost jsme schopni stanovit před realizací obchodu, na rozdíl od spekulace, která je založena na očekávání zisku, jehož realizace nemusí nastat. Podstatu devizové arbitráže blíže vysvětlujeme v kapitole 4.4.

**Centrální banka** je instituce, která je zodpovědná nejen za vnitřní stabilitu měny, ale i za udržení stabilní hodnoty domácí měny vůči měnám zahraničním. Centrální banka proto vstupuje na devizový trh, aby svými intervencemi udržela devizový kurs domácí měny na úrovni, která je v souladu se záměry její kursové politiky.

### **Principy obchodování na devizových trzích**

V ideálním teoretickém světě tržní rovnováhy modelově vytvořeném v 19. století francouzským ekonomem Léonem Walrasem by obchodování na devizovém trhu probíhalo ve formě aukce a bylo řízeno jedním aukcionářem. Ten by měnil podle jednotlivých nabídek k prodeji měn a poptávek ke koupi jiných měn cenu, tj. devizový kurs tak dlouho, až by se nabízená a poptávaná množství rovnala.

Realita je poněkud komplikovanější. Na začátku obchodování vyhlásí aktivní strana transakce, která tzv. tvoří trh (market maker), jak cenu, za kterou by byla ochotna cizí měnu koupit (tzv. bid price), tak i cenu, za kterou by byla ochotna tutéž měnu prodat (tzv. offer nebo asked price). Rozpětí mezi nimi se označuje jako **spread** (bid/offer spread, bid/asked spread). Podle toho, zda protistrana akceptuje nákupní či prodejní cenu, bude aktivní strana nakupovat nebo prodávat. Z toho vyplývá, že v reálném světě se simultánně odehrávají různé obchody za různé ceny, tedy při různých devizových kursech týchž měn. Individuální obchodník se rozhoduje podle toho, jak na jednotlivé transakci vydělá. Podaří-li se mu

realizovat stejný a relativně velký objem obchodů jak na straně prodeje, tak na straně nákupů v rámci své ceny prodeje a nákupu, vydělá částku ekvivalentní násobku rozpětí (bid/offer spread) a objemu denního obchodu.

Informace o devizových kursech na různých trzích banky získávají prostřednictvím informačních sítí Reuters, Bloomberg nebo Telerate. Obchodní konverzace dealerů a uzavírání devizových obchodů probíhají přes satelitní komunikační systémy. K potvrzení devizových obchodů, zasílání platebních příkazů k provedení dohodnutých transakcí a zasílání reklamací slouží telekomunikační systém Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT). Do sítě SWIFTu se banky dostávají pomocí národního telekomunikačního zařízení. Systém byl založen v roce 1977. Jde o celosvětový systém, s jehož pomocí lze provádět devizové obchody na všech devizových trzích. Systémy jsou poměrně nákladné, jejich užívání se vyplatí pouze bankám, které se na tuto oblast specializují.

## 4.4 Devizové operace na devizových trzích

Devizovými operacemi se nazývají prodeje a nákupy cizích měn, zejména pro zprostředkování obchodů se zbožím a službami a kapitálovými transakcemi. Jednotlivé subjekty provádějící devizové operace však mohou mít i jiné motivy. Může to být snaha dosáhnout zisku z kursových rozdílů, případně zajistit se proti kursovému pohybu. V dalším textu proto vysvětlujeme jak techniku používaných devizových operací, tak hlavní účely provádění těchto operací.

### **Devizové operace z hlediska techniky jejich provádění**

Devizové operace prováděné jednotlivými subjekty na devizovém trhu můžeme rozdělit podle doby jejich realizace na promptní a termínové.

**Promptní operace** jsou takové devizové operace, k jejichž realizaci dochází nejdéle do druhého pracovního dne po uzavření kontraktu. Tyto operace jsou prováděny při promptních kursech zvaných spotové kursy (spot rate).

Spotové kursy mohou být kótovány dvojím způsobem, a to přímo nebo nepřímou. Při přímé kotaci (outright quotation) se kurs vyjadřuje jako počet domácích peněžních jednotek za jednu (100, 1 000) jednotku zahraniční měny. Při nepřímé kotaci je kurs vyjadřován jako počet zahraničních peněžních jednotek za jednu (100, 1 000) peněžní jednotku domácí měny.

Na mezibankovním devizovém trhu se kursy kótují vždy jako kurs národních měn k USD. Kurs je tedy stanoven jako počet jednotek národní měny za 1 USD. Výjimkou je pouze anglická libra, u které se kurs vyjadřuje jako hodnota GBP v USD. Při telefonickém sdělování kotací však dealeri neuvádějí celý kurs, ale pouze dvě poslední desetinná místa.

Datum vypořádání transakce, tj. datum, ke kterému musí všechny strany obdržet na svůj účet příslušné částky, se nazývá termín valuta (value date nebo settlement date). Princip vzájemné kompenzace (compensated value principle) říká, že vyrovnání na obou stranách musí být uskutečněno ve stejný den. To je dáno potřebou snížit úvěrové riziko. Umístění banky, ve které dochází k vypořádání odpovídá domovské zemi příslušné měny. Toto místo se označuje jako místo vypořádání (settlement location). Obě strany pak mohou být umístěny v různých místech ve vztahu k obchodovaným měnám. Toto místo nazýváme jako místo obchodování (dealing location). Dvě banky v Londýně mohou např. obchodovat s EUR, místo obchodování je Velká Británie, ale místo vypořádání je SRN.

Pro běžné transakce se value date stanovuje jako druhý pracovní den poté, co je transakce uzavřena (pro technické a administrativní zajištění obchodu). V některých případech jsou devizové transakce prováděny s doručením jeden pracovní den po uzavření transakce. To platí pro obchodování ve stejných oblastech, např. při obchodování s USD, CAD a mexickým peso, neboť většina obchodů se provádí v USA a jak banky obchodující, tak banky, u kterých dochází k vypořádání, jsou ve stejné časové zóně.

K vypořádání transakce banky využívají tzv. nostro účty. Nostro účty jsou běžné korespondenční účty, které mají banky zabývající se devizovým obchodováním zavedeny u různých zahraničních bank. Tyto účty znějí na USD, EUR a další měny, které používají pro své transakce. Naopak tzv. loro/vostro účty jsou účty zahraničních bank vedené u naší banky v KČ.

**Termínové operace** jsou takové devizové operace, k jejichž realizaci dochází v termínu předem dohodnutém při jejich uzavření. Patří mezi ně operace<sup>36</sup> forward, futures, opce a swapy. Tyto operace mohou být realizovány na volném trhu (forward, opce, swapy) nebo na devizové burze (opce, futures).

### Forwardové kontrakty

Termínová operace typu forward je nestandardizovanou, mimoburzovní operací. Forward je operace, z níž pro kupujícího termínového kontraktu vyplývá závazek převzít a pro prodávajícího závazek dodat předem dohodnuté množství zahraniční měny v časovém termínu a kursu dohodnutém při uzavírání transakce.

Koupí termínového kontraktu (forward) zaujímá kupující dlouhou pozici, která ho chrání proti případnému zhodnocení zahraniční měny. Prodávající kontraktu zaujímá krátkou pozici, kterou se chrání před znehodnocením cizí měny. Jestliže v době realizace kontraktu je spotový kurs vyšší než sjednaný termínový kurs, znamená to, že došlo ke zhodnocení cizí měny a kupující, který se zavázal sjednané množství cizí měny odebrat, dosáhne zisku. Prodávající naopak utrpí ztrátu, neboť musí cizí měnu nakoupit na promptním trhu a dodat za sjednaný devizový kurs. Pokud by naopak došlo ke znehodnocení cizí měny, pak bude pozice obou zúčastněných stran opačná. Kupující utrpí ztrátu, neboť musí nakoupit za dohodnutý kurs, který je vyšší než spotový, a prodávající naopak realizuje zisk. Přehledně nám tyto situace znázorňuje následující tabulka:

Pohyb kurzu cizí měny	Dopad na účastníky
Apreciace cizí měny	kupující ⇒ zisk prodávající ⇒ ztráta
Depreciace cizí měny	kupující ⇒ ztráta prodávající ⇒ zisk

Termínové operace typu forward jsou uzavírány na volném trhu, např. prostřednictvím banky nebo mezi bankami, a mají tedy tu výhodu, že mohou být tzv. ušité na míru. Tato výhoda však patří na druhé straně k podstatným nevýhodám forwardových operací. Individuální sjednávání kontraktu mezi dvěma stranami značně omezuje jeho likviditu, tzn. že není snadno

<sup>36</sup> Operace typu forward, futures a swapy bývají označovány jako pevné devizové obchody, tzn. že obě smluvní strany se zavazují v budoucnosti konkrétní obchod v každém případě uskutečnit. Naproti tomu opce bývají označovány jako podmíněné devizové obchody, protože jejich plnění závisí nejen na dohodnutých podmínkách, ale i na vůli kupujícího.

obchodovatelný. Existuje totiž jen malá pravděpodobnost, že by bylo možné najít před termínem splatnosti kontraktu třetí stranu, která by kontrakt převzala, resp. dodala nebo odebrala sjednané množství měny v dohodnutém čase. Z toho také vyplývá, že četnost fyzického plnění kontraktů oběma smluvními stranami je pravidelná. Nevýhodou těchto operací je i to, že neexistuje garance smluvního plnění, což znamená, že pokud jedna smluvní strana nebude schopna dostát svému závazku, k plnění nemusí dojít.

Operace typu forward jsou prováděny při termínových kursech nazývaných forwardové kursy (forward rate, FR). Kotace forwardového kursu může být přímá, v bodech nebo v procentech.

### **Kontrakty futures**

Devizové operace futures patří mezi relativně mladé termínové operace. Poprvé byly obchodovány na Chicago Mercantile Exchange (CME) v roce 1972. Jejich vznik souvisí s rozpadem bretton-woodského měnového systému v roce 1971, který ukončil etapu stabilních (pevných) devizových kursů a malých pohybů úrokových sazeb. Zvýšení kursových pohybů zvýšilo riziko a nejistotu účastníků devizových trhů a vyvolalo potřebu zajištění proti kursovým pohybům. V roce 1982 byl zahájen obchod s termínovými devizovými kontrakty na londýnské futuritní burze LIFFE (London International Financial Futures Exchange). Přesto má i nadále obchod s devizovými futuritami své hlavní místo v USA.

Devizové kontrakty futures jsou obchodovány pouze na burze a pouze ve vybraných měnách. U těchto operací platí pro kupujícího a prodávajícího stejné povinnosti jako u forwardových operací. Pro operace futures je charakteristické, že kupující kontraktu má povinnost převzít a prodávající má povinnost dodat danou měnu za cenu (kurs) stanovenou dnes na trhu futures. Výše kontraktu a doba splatnosti jsou standardizovány.

Minimální obchodovaná množství (loty) jsou pro jednotlivé měny stanovena takto:

<b>Měna</b>	<b>LOT</b>
GBP	62 500
CAD	100 000
USD	100 000
EUR	100 000
JPY	12 500 000
CHF	125 000
AUD	100 000

Výše kontraktu může být stanovena v těchto minimálních množstvích (lotech) a v jejich celých násobcích. Termín splatnosti kontraktu je každou třetí středu v měsících březnu, červnu, září a prosinci. Smyslem standardizace je zajistit větší nabídku a poptávku, a tím i větší likviditu trhu.

Operace mezi prodávajícími a kupujícími probíhají přes tzv. clearingovou ústřednu. Tím je zajištěna anonymita smluvních partnerů. Tato instituce na konci každé burzovní seance přehodnocuje pozice, čili zúčtovává zisky nebo ztráty na základě rozdílů mezi uzavíracími kursy běžného a minulého dne. V podstatě jde o jakési uzavření pozice a připočtení zisku nebo naopak odpočet ztráty z klientova depozitního účtu. Clearingová ústředna vystupuje jako kupující u každého prodeje a prodávající u každé koupě, čímž garantuje plnění každé smluvené operace. Clearingová ústředna může být buď zvláštním oddělením dané burzy (USA), nebo samostatnou organizací (Velká Británie).

Četnost fyzického plnění kontraktů futures je na rozdíl od forwardových operací malá. V převažující míře (asi 97 %) jsou realizovány ještě před dobou splatnosti, a to rozvázáním pozice, to znamená uzavřením opačného kontraktu, než byl původní.

Kupující i prodávající musejí při uzavírání kontraktů futures složit u clearingové ústředny určitou zálohu, která se nazývá marže (margin). Tato částka je deponována na účtu (margin account). Jde pouze o část celkového objemu kontraktu, který je předmětem obchodování. Tato částka je vystavena následnému riziku. Mluvíme o tzv. pákovém efektu (leverage effect). Zálohovou marži (initial margin) skládají investoři přes svou makléřskou firmu, která zprostředkovává termínovou operaci na burze. Její výše závisí na volatilitě kursu. Čím větší je rizikovost dané měny, tím bude i požadovaná marže vyšší. Pokud dojde v důsledku nepříznivého kursového vývoje k poklesu marže pod tzv. maintenance margin, která je zpravidla na úrovni 75 % zálohové marže, musí investor vzniklý rozdíl vyrovnat, a to ve formě tzv. variation margin. Pokud tak včas neučiní, může clearingová ústředna podle vlastního uvážení jeho pozici uzavřít. Proto se také při stanovení výše základní marže vychází z maximálního možného denního pohybu kursu. Záměrem je, aby marže byla dostačující k pokrytí možné denní ztráty z pohybu kursu. Základní marže např. u úrokových kontraktů na mezinárodním finančním trhu je 1 500 USD a minimální výše, pod kterou nesmí klesnout, je 1 000 USD. Pokud na druhé straně dosahuje investor díky příznivému kursovému vývoji zisk, může ho ze svého účtu okamžitě odčerpat.

### **Opční kontrakty**

Opce patří mezi nejstarší termínové operace. Původně byly využívány na komoditních trzích k zajištění proti poklesu cen (producenty), nebo jejich vzestupu (obchodníky). Postupně se tyto operace rozšířily i na cizí měny. Devizové opce mohou být kupní (call opce) nebo prodejní (put opce).

Kupujícímu (majiteli) dává kupní opce právo nákupu a prodejní opce právo prodeje určitého množství cizí měny za předem dohodnutou cenu (realizační cena). Prodávajícímu (vypisovateli) vzniká prodejem kupní opce povinnost prodat a prodejem prodejní opce povinnost koupit určité množství cizí měny za předem dohodnutou cenu. Vypisovatel může případně prodanou opci koupit zpět, a tak uzavřít svou pozici.

Majitel opce má tedy právo, nikoli však povinnost nakoupit (příp. prodat) sjednané množství cizí měny. Znamená to, že pokud se promptní kurs odvíjí jiným způsobem, než majitel předpokládal, nemusí opci realizovat. Pokud se promptní kurs odvíjí očekávaným způsobem, majitel opci realizuje. Majitel opce má tedy možnost opci využít, prodat a uzavřít tak svou pozici, nechat propadnout, tzn. že do stanoveného dne splatnosti neuplatní opční právo. Za toto své právo opci buď využít, anebo odstoupit od smlouvy a opci nechat propadnout, musí majitel opce zaplatit cenu, tzv. opční prémii.

Call opce se dělí na kryté (v případě, kdy prodávající vlastní cizí měnu, na kterou opci vypisuje) a nekryté (v případě, kdy prodávající nevlastní cizí měnu, na kterou opci vypisuje. Jestliže v tomto případě majitel opce uplatní své opční právo, musí prodávající požadovanou měnu dodat, a tedy nakoupit na promptním trhu.)

Po celou dobu, po kterou nemá prodávající uzavřenou svou devizovou pozici, je vystaven kursovému riziku. Dojde-li během tohoto období ke zhodnocení cizí měny, na kterou je opce vypsána, utrpí prodávající ztrátu. Obdobnému riziku je vystaven i při prodeji put opce. Uplatní-li majitel své opční právo, musí vypisovatel cizí měnu nakoupit, a to i v případě, že promptní kurs bude nižší než dohodnutá cena.

Devizové opce mohou být obchodovány na burze nebo na bankovním trhu OTC (over the counter). S opcemi se obchoduje pouze na některých burzách, především ve Philadelphii, Chicagu, Londýně, Montrealu, Amsterdamu a Sydney. Přestože každá z těchto burz má svá specifika, existují určité obecné principy obchodování s opčními kontrakty.

U opcí obchodovaných na burzách jsou velikost kontraktu, cena a doba splatnosti standardizovány. Význam této standardizace spočívá v tom, že přispívá k větší likviditě trhu, tzn. že tyto opce jsou snadno obchodovatelné. Na opčních burzách se obchoduje pouze s vybranými měnami. Pro jednotlivé měny jsou stanovena minimální množství (loty).<sup>37</sup> Výše lotu je stanovena tak, aby přibližně odpovídala stejné hodnotě v USD. Výše kontraktu může být stanovena pouze v celých násobcích lotů.

Dohodnutá (uplatňovací, realizační) cena je opční burzou předem stanovená cena, za kterou může majitel opci realizovat, tzn. cizí měnu nakoupit (call) nebo prodat (put). Při otevření obchodování s opcemi v novém cyklu stanoví burza zpravidla dvě až tři ceny, které se nejvíce přibližují aktuálnímu promptnímu kursu dané měny na mezinárodních finančních trzích.

Doba splatnosti je okamžik, do kterého může majitel opce uplatnit své právo. Charakteristickým rysem opčních kontraktů je měsíc splatnosti, čili měsíc, ve kterém vyprší platnost kontraktu (expiration date). Opce se obchodují do třetího pátku daného měsíce vypršení kontraktu. (Například dubnová call opce znamená, že s danou opcí je možné obchodovat až do konce burzovní seance třetího pátku následujícího dubna.)

V případě call i put opcí rozlišujeme evropskou a americkou opci. U evropské opce může majitel uplatnit své opční právo pouze v den splatnosti opce, kdežto u americké opce může být opční právo uplatněno kdykoli v průběhu doby splatnosti opce.

Bankovní opce umožňují přizpůsobit výši kontraktu i dobu splatnosti požadavkům klienta. Jsou to opce šité na míru, které mohou znít na jakoukoli měnu. Banky pouze ve vztahu ke svým klientům stanovují minimální výši kontraktu (např. u ČSOB je spodní limit 3 mil. Kč). Bankovní opce nejsou obchodovatelné na burze.

Opční prémie (cena opce) je závislá na vnitřní hodnotě opce a na její časové (spekulativní) hodnotě. Vnitřní hodnota je rozdíl mezi dohodnutou a tržní cenou. V případě devizové opce jde o rozdíl mezi dohodnutou cenou (kursem) a promptním kursem dané měny. Pokud má opce vnitřní hodnotu, mluvíme o opci tzv. in the money neboli v penězích.

Call opce má vnitřní hodnotu v případě, že dohodnutá cena je nižší než promptní kurs. Vzroste-li promptní kurs o určitou částku, vzroste o tuto částku i vnitřní hodnota. Mezi těmito veličinami je přímá úměrnost. V opačném případě, kdy promptní kurs bude klesat a přibližovat se dohodnuté ceně, bude klesat i vnitřní hodnota opce. Bude-li promptní kurs nižší než dohodnutá cena, bude vnitřní hodnota opce nulová (pouze teoreticky záporná).

U put opcí je situace opačná. Put opce má vnitřní hodnotu v případě, kdy promptní kurs je nižší než dohodnutá cena. Čím bude vnitřní hodnota opce vyšší, tím bude vyšší i opční prémie.

Pokud u put opce převyšuje promptní kurs dohodnutou cenu a u call opce naopak dohodnutá cena převyšuje promptní kurs, jde o opce bez vnitřní hodnoty (teoreticky je vnitřní hodnota záporná), čili o tzv. opce out of the money neboli mimo peníze. V případech, kdy dohodnutá cena je stejná jako promptní kurs, mluvíme o opci at the money neboli přesně v penězích. Vnitřní hodnota takové opce je nulová. Časová hodnota opce je spekulativním ohodnocením

---

<sup>37</sup> Ve většině případů jsou minimální množství (loty) u opčních kontraktů poloviční ve srovnání s minimálním množstvím u kontraktů futures.

času, který zbývá do konce doby splatnosti opce. Časová hodnota opce závisí na volatilitě, době splatnosti opce a úrokovém diferenciálu.

Volatilita (kolísání, nestálost) je vyjádřením pravděpodobnosti, že se promptní kurs bude během určitého období měnit. Tím se zvyšuje riziko jak na straně majitele, tak na straně vypisovatele opce. Vzhledem k tomu, že vypisovatel opce je vystaven neomezené ztrátě, zatímco majiteli opce může vzniknout ztráta maximálně ve výši prémie, je větší volatilita faktorem, který má vliv na zvýšení opční prémie. Čím je doba splatnosti opce delší, tím je vyšší pravděpodobnost pohybu promptního kursu a tím větší je pravděpodobnost vzniku ztrát a zisků jak pro majitele, tak pro vypisovatele opcí. Jak vyplývá z výše uvedeného, je ztráta pro majitele opce, na rozdíl od ztráty vypisovatele opce, limitována výší prémie, a tak musí kupující opce za tuto výhodu zaplatit vyšší cenu. Proto tedy čím delší je doba splatnosti opce, tím vyšší je i premie.

Na výši opční prémie má vliv úrokový diferenciál mezi domácí měnou a zahraniční měnou. Pokud bude úroková sazba na domácí měnu vyšší než na zahraniční měnu, je výhodnější nakoupit call opci a držet déle aktiva v domácí měně. Prodávající call opce bude spíše z důvodu jistoty nucen držet více svých aktiv v cizí měně, kterou bude v budoucnu povinen dodat. Protože tato měna je úročena nižší úrokovou sazbou, bude prodejce požadovat při prodeji call opce vyšší cenu. Opční premie u call opce bude tedy tím vyšší, čím vyšší bude úrokový diferenciál ve prospěch domácí měny. U put opce má vyšší úroková míra opačný efekt. Čím bude úrokový diferenciál ve prospěch domácí měny vyšší, tím bude opční premie nižší.

Na výši opční prémie má vliv i typ opce. U evropské opce může majitel uplatnit své opční právo až v den splatnosti, kdežto u americké opce kdykoli od uzavření kontraktu až do doby splatnosti. Proto je opční premie u americké opce vyšší než u evropské.

### **Swapové kontrakty**

Swapová operace je v podstatě kombinací promptní a termínové operace. Swap tedy zahrnuje dvě operace, které jsou uzavírány s jedním partnerem ve stejném čase. Jde o promptní nákup (prodej) jedné měny proti druhé měně a současné sjednání zpětného prodeje (nákupu) této měny proti měně původní k určitému termínu. Princip swapu spočívá v tom, že jde o současný nákup a prodej, přičemž jedna z těchto operací musí být forwardová.

Kotace kurzů u operací swap vychází z toho, že jde o propojení dvou operací, promptní a termínové. U promptní operace se bere aktuální spotový kurz a u termínové operace kurz forwardový.



**Tabulka č. 4.1: Porovnání jednotlivých termínových operací**

<b>Porovnání jednotlivých termínových operací</b>			
	<b>Forward</b>	<b>Futures</b>	<b>Opce</b>
<b>Charakter smlouvy</b>	povinnost zrealizovat smlouvu	povinnost zrealizovat smlouvu	pro kupujícího právo pro prodávajícího povinnost
<b>Termín realizace</b>	smluvní datum	standardizován	burza - standardizován OTC - individuální americká - kdykoli evropská - na konci doby splatnosti
<b>Velikost kontraktu</b>	individuální	standardizována	burza - standardizována OTC - individuální
<b>Místo uzavření smlouvy</b>	kdekoli	burza	burza OTC - kdekoli
<b>Anonymita smluvního partnera</b>	není	je zaručena	burza - je zaručena OTC - není
<b>Plnění</b>	v den splatnosti	v méně než 3 % případů	v méně než 3 % případů
<b>Garance smluvního plnění</b>	není garantováno	clearingová ústředna	burza - clearingová ústředna OTC - není garantováno
<b>Uzavření dohody</b>	přímo mezi partnery klient - banka	přes makléře	burza - přes makléře OTC - přímo mezi partnery

### **Devizové operace z hlediska účelu jejich provádění**

Jak už bylo uvedeno, jednotlivé subjekty vstupují na devizový trh jednak za účelem získání cizí měny, kterou potřebují k uhrazení zahraničních závazků, jednak za účelem prodeje cizí měny, kterou získaly realizací své zahraniční pohledávky. Motivy vstupu subjektů na devizový trh, ale mohou být i jiné, např. snaha zajistit své zahraniční pohledávky a závazky proti kursovým pohybům, příp. snaha využít těchto kurzových pohybů k dosažení zisku. Z hlediska účelu provádění rozlišujeme tyto devizové operace:

- arbitráž
- spekulace
- hedging

### **Devizová arbitráž**

Devizová arbitráž je taková operace, která využívá kurzových rozdílů, k nimž dochází ve stejném čase na různém místě, k dosažení zisku. Je to operace bezriziková, neboť se současně nakupuje a prodává při známých kurzech a výsledek je u ní tedy předem znám.

Arbitráž může být:

- přímá, realizovaná na promptním nebo termínovém trhu,
- nepřímá, realizovaná na promptním nebo termínovém trhu,
- krytá úroková arbitráž, která je realizovaná mezi promptním a termínovým trhem.

**Přímá arbitráž** je založena na dvou souběžných operacích, kdy dealer nakupuje měnu A za měnu B na jednom místě a současně provádí opačnou operaci (prodává měnu A za měnu B) na jiném místě při výhodnějším kursu. Předpokladem přímé arbitráže je tedy situace, kdy nákupní kurs měny A na jednom místě je výhodnější než prodejní kurs měny A na jiném místě. Rozdíl mezi nákupním a prodejním kursem vhodný pro arbitráž je na mezibankovním trhu spíše řídkým jevem, který předpokládá chybnou kotaci dealerem. V dnešní době je proto tento druh arbitráže aplikován zejména proti mimobankovním či bankovním klientům, kteří nemají přístup na velkoobchodní trh. Dealer v tomto případě využívá svého výhodnějšího postavení na trhu a prodává svým klientům devizy za vyšší cenu, než je sám nakupuje na velkoobchodním trhu.

Arbitrážér svým obchodováním přispívá k utváření rovnováhy na trhu. Jeho rozhodování o příslušné operaci však závisí na velikosti transakčních nákladů spojených s danou operací. Arbitráž bude tedy provedena pouze v případě, kdy kursový rozdíl je dostačující k pokrytí transakčních nákladů a k realizaci zisku. Znamená to, že výše transakčních nákladů vymezuje tzv. arbitrážové pásmo kurzových pohybů, v jehož rozpětí se arbitrážérovi nevyplatí reagovat na kurzové rozdíly.

Na mezibankovním devizovém trhu probíhá tato arbitráž velmi efektivně a pod jejím tlakem dochází k odstraňování kursových rozdílů během několika vteřin. Díky novým komunikačním technologiím, kdy jednotlivé operace probíhají simultánně na počítačích, s využitím telefonu, terminálu a jiných komunikačních prostředků, jsou možnosti dosažení zisku z arbitrážních operací značně omezené. Pokud vznikne kursový rozdíl, pak možnost jeho využití k dosažení zisku trvá pouze několik okamžiků a předpokladem jeho využití jsou včasné a kvalitní informace. Zisku z kursových rozdílů je však možné dosáhnout, jak už bylo uvedeno, při arbitrážních operacích mezi mezibankovním a maloobchodním trhem (při operacích mezi bankami a jejich klienty).

**Nepřímá (trojúhelníková) arbitráž** je arbitráž, která využívá výhodné „konstelace“ nákupních a prodejních kurzů u tří měn v důsledku porušení platnosti křížového pravidla. Při porušení křížového pravidla u tří měn A, B a C neplatí na trhu rovnost:

$$\text{kurs (A/C)} = \frac{\text{kurs (A/B)}}{\text{kurs (C/B)}} .$$

Zisku z arbitráže lze v tomto případě dosáhnout pomocí tří následných devizových operací, přičemž konkrétní charakter a pořadí nákupních a prodejních operací závisí na tom, kterou měnou disponujeme na počátku obchodování a jakým způsobem je narušeno křížové pravidlo. Uskutečnění trojúhelníkové arbitráže působí zpětně na obnovení rovnováhy (arbitráž působí jako protisíla obnovující rovnováhu).

### **Krytá úroková arbitráž**

Arbitrážér se snaží na devizových trzích využít k realizaci zisku nejen kurzových rozdílů, ale i rozdílných úrokových sazeb ve dvou zemích. Arbitrážér se může rozhodnout, zda své aktivum uloží v domácí měně (D) při úrokové sazbě  $IR_D$ , anebo zda nakoupí cizí měnu (Z), kterou uloží jako depozitum v zahraničí při úrokové sazbě  $IR_Z$  a současně uzavře termínový kontrakt na prodej cizí měny (včetně úrokového výnosu) za měnu domácí. Rozhodnutí arbitrážéra závisí na vztahu:

$$1D * \left( 1 + R_D * \frac{t}{100 * 360} \right) = \frac{1D}{SR_{D/Z}} * \left( 1 + R_Z * \frac{t}{100 * 360} \right) * FR_{D/Z}$$

Pokud je výnos z aktiva uloženého v domácí měně při úrokové sazbě  $IR_D$  stejný jako výnos, který arbitrážér může získat převodem domácí měny při spotovém kursu  $SR_{D/Z}$  do měny zahraniční, kterou uloží jako depozitum při úrokové sazbě  $IR_Z$  a převede zpět do domácí měny při forwardovém kursu  $FR_{D/Z}$ , pak je jedno, zda bude investovat v domácí či cizí měně.

Jestliže však při zpětné konverzi cizí měny do domácí získá vyšší částku, než jakou by mu přineslo přímé investování do domácí měny, pak bude tato arbitráž pro něho výhodná. Jeho rozhodování tedy závisí na tom, jaký je vztah mezi procentní změnou forwardového kurzu oproti kursu spotovému a úrokovým diferencíálem:

$$\frac{FR_{D/Z} - IR_{D/Z}}{SR_{D/Z}} = \frac{R_D - R_Z}{1 - R_Z}$$

Jestliže se procentní změna forwardového kurzu oproti kursu spotovému nerovná úrokovému diferencíálu, existuje nerovnováha na trhu a vzniká prostor pro arbitráž. Jestliže budou úrokové sazby na domácí měnu vyšší než v zahraničí, bude si arbitrážér půjčovat v zahraničí. Cizí měnu převede na měnu domácí, kterou uloží jako depozitum. Současně uzavře termínový kontrakt na nákup cizí měny při forwardovém kursu.

Naopak bude-li úroková sazba na cizí měnu vyšší než na měnu domácí, arbitrážér si bude půjčovat domácí měnu. Tu převede při spotovém kursu na měnu cizí a uloží ji jako depozitum v zahraničí. Současně uzavře termínový kontrakt na prodej cizí měny při forwardovém kursu.

Tyto operace povedou ke změnám úrokových sazeb u cizí i domácí měny a vyvolají pohyb jak spotového, tak forwardového devizového kurzu. Postupně tak dojde k obnovení rovnováhy na trhu. Tyto operace tedy budou probíhat tak dlouho, dokud výnos z aktiva uloženého v domácí (cizí) měně nebude stejný jako výnos z aktiva uloženého v cizí (domácí) měně.

### Devizová spekulace

Devizová spekulace využívá kurzových rozdílů, ke kterým dochází v různém čase. Je založena na očekávaném pohybu spotového devizového kurzu. Jde o operaci rizikovou, neboť pracuje s neznámými veličinami, a není tedy předem znám výsledek. V závislosti na očekávaném vývoji devizového kurzu tedy spekulant mění svou devizovou pozici.

Očekává-li spekulant zhodnocení cizí měny, bude volit dlouhou devizovou pozici (pohledávky jsou větší než závazky), a to tím, že nakoupí cizí měnu buď na promptním, nebo na termínovém trhu.

Při očekávaném zhodnocení cizí měny bude spekulant nakupovat tuto měnu na promptním trhu s tím, že ji v čase  $t$  na promptním trhu opět prodá. Při nákupu cizí měny na promptním trhu musí spekulant disponovat likvidními prostředky, což je spojeno s náklady příležitosti. Proto může být devizová spekulace výhodná pouze tehdy, když skutečný spotový kurz nákup v čase  $t$  ( $SR_t$ ) bude odpovídat očekávanému vývoji, tzn. že bude vyšší než dnešní spotový kurz prodej ( $SR_0$ ) upravený o úrokové sazby platné pro obě měny (všechny kotace jsou z pohledu banky):

$$SR_t > \frac{SR_0 * \left( 1 + IR_D * \frac{t}{100 * 360} \right)}{\left( 1 + IR_Z * \frac{t}{100 * 360} \right)}$$

Při očekávaném zhodnocení cizí měny bude spekulant nakupovat tuto měnu na termínovém trhu s tím, že ji v čase  $t$  prodá na promptním trhu. Spekulace bude výhodná pouze tehdy, pokud forwardový kurz prodej v čase  $t$  ( $FR_t$ ) bude nižší než skutečný spotový kurz nákup v čase  $t$  (kotace z pohledu banky):

$$FR_t < SR_t$$

Pokud se bude skutečný kurz odvíjet jiným způsobem, než spekulant očekával, bude realizovat ztrátu, neboť uzavřený termínový kontrakt ho zavazuje k nákupu cizí měny.

Výhodou termínových operací je to, že spekulant nemusí disponovat likvidními prostředky. Nevýhodou naproti tomu je, že očekávané zhodnocení (znehodnocení) cizí měny může být vzato v úvahu již ve forwardovém kurzu, i když je tento kurz v první řadě ovlivněn úrokovým diferencialem. Pokud je forwardový kurz upraven v závislosti na očekávaném vývoji, pak je i zisk z této operace nižší.

Očekává-li spekulant znehodnocení cizí měny, bude volit krátkou devizovou pozici (závazky jsou větší než pohledávky), kterou může rovněž vytvořit pomocí operací jak na promptním, tak na termínovém trhu.

Bude-li spekulant očekávat znehodnocení cizí měny, bude ji prodávat na promptním trhu s tím, že ji v čase  $t$  na promptním trhu opět nakoupí. Tato operace bude výhodná pouze tehdy, jestliže skutečný spotový kurz prodej v čase  $t$  ( $SR_t$ ) bude odpovídat očekávanému vývoji, a bude tedy nižší než dnešní spotový kurz nákup ( $SR_0$ ) upravený o úrokové sazby na domácí a cizí měnu (kotace kurzu z pohledu banky), tedy za předpokladu, že bude platit:

$$SR_t < \frac{SR_0 * \left(1 + IR_D * \frac{t}{100 * 360}\right)}{\left(1 + IR_Z * \frac{t}{100 * 360}\right)}$$

Při očekávání znehodnocení cizí měny může rovněž spekulant tuto měnu prodávat na termínovém trhu s tím, že ji v čase  $t$  nakoupí na promptním trhu. Taková spekulace bude výhodná pouze tehdy, jestliže skutečný spotový kurz prodej v čase  $t$  bude nižší než forwardový kurz nákup v čase  $t$  (kotace z pohledu banky). Musí tedy platit:

$$FR_t > SR_t$$

I v tomto případě platí, že pokud se bude skutečný kurz odvíjet odlišným způsobem, než spekulant očekával, utrpí ztrátu, neboť uzavřený termínový kontrakt ho zavazuje k prodeji cizí měny.

Přehled možností rozhodování spekulanta na obou druzích trhu a podmínky výhodnosti jeho operace uvádíme v následující tabulce.

**Tabulka č. 4.2: Rozhodování spekulanta na promptním a termínovém trhu**

<b>Rozhodování spekulanta na promptním a termínovém trhu</b>			
	<b>Promptní trh v čase 0</b>	<b>Promptní trh v čase t</b>	<b>Podmínka výhodnosti operace</b>
<b>Očekávané zhodnocení cizí měny</b>	nákup cizí měny	prodej cizí měny	$SR_t > R_0 \cdot \frac{1 + R_D}{1 + R_Z}$
<b>Očekávané znehodnocení cizí měny</b>	prodej cizí měny	nákup cizí měny	$SR_t > R_0 \cdot \frac{1 + R_D}{1 + R_Z}$
	<b>Termínový trh v čase t</b>	<b>Promptní trh v čase t</b>	<b>Podmínka výhodnosti operace</b>
<b>Očekávané zhodnocení cizí měny</b>	nákup cizí měny	prodej cizí měny	$FR_t < SR_t$
<b>Očekávané znehodnocení cizí měny</b>	prodej cizí měny	nákup cizí měny	$FR_t > SR_t$

### **Hedging**

Hedging je taková transakce na devizovém trhu, jejímž cílem je eliminace kurzového rizika. Princip hedgingu tedy spočívá v neutralizaci výchozí pozice uskutečněním opačné operace na promptním či termínovém trhu. Podrobněji se této problematice věnujeme v následující kapitole.

## **4.5 Řízení kurzových rizik**

Po rozpadu bretton-woodského měnového systému v 1. polovině 70. let se nejvýznamnější národní měny začaly pohybovat s relativní volností a vývoj jejich devizových kurzů závisí na působení poptávkových a nabídkových sil na devizovém trhu. Větší volatilita devizových kurzů má, jak už bylo několikrát uvedeno, dopad na firmy, které provádějí transakce s devizovými hodnotami, neboť jsou vystaveny riziku ztráty v důsledku pohybu devizových kurzů (devizovému, kurzovému riziku). Je proto přirozené, že firmy hledají způsob, jak devizové riziko eliminovat, neboli jak provádět hedging.

### **Devizová expozice a devizové riziko**

Devizové riziko tedy vyplývá z nepříznivého vývoje devizových kurzů. Devizové riziko může způsobit ztráty a ohrozit tak finanční sílu firmy příp. finanční instituce. Devizové riziko vzniká ze dvou důvodů, jednak nesouladu mezi aktivy a pasivy (jak rozvahovými, tak podrozvahovými) denominovanými v jednotlivých měnách, jednak nesouladu mezi příjmy a výdaji v jednotlivých měnách. Tomuto riziku jsou vystaveny všechny subjekty, které provádějí transakce s devizovými hodnotami, tzn. exportéři a importéři zboží a služeb, vývozci a dovozci kapitálu atd., a to tak dlouho, dokud nedojde k uzavření devizové pozice.

Devizové riziko má své krátkodobé a dlouhodobé aspekty. Mluvíme-li o kurzovém riziku, máme většinou na mysli potenciální ztráty vzniklé v důsledku krátkodobých kurzových

výkyvů. Naproti tomu měnové riziko většinou souvisí s dlouhodobými trendy kurzového vývoje a se skutečností, že některé volně směnitelné měny se mohou dlouhodobě vůči ostatním měnám více či méně zhodnocovat či znehodnocovat, případně může být trh s nimi v nejméně příhodnou dobu málo likvidní.

Důležitou součástí finálního řízení podniku je proto sledování, do jaké míry jsou aktiva, pasiva a peněžní toky vyjádřené v domácí měně vystaveny pohybu devizových kurzů. Citlivost reálné hodnoty aktiv, pasiv a peněžních toků vyjádřených v domácí měně na změny devizového kurzu, zpravidla neočekávané, se označuje jako **devizová expozice** (foreign exchange exposure). Existují tři kategorie devizové expozice: transakční, translační a ekonomická.

**Transakční devizová expozice** vzniká vždy, když je kontrakt firmy vyjádřen v zahraniční měně. Vyplývá to z možnosti vlivu změny devizového kurzu na budoucí platbu nebo inkaso firmy, jestliže k takové změně dojde v období mezi podepsáním smlouvy na dodávku a inkasem nebo platbou za tuto dodávku. Zdrojem transakční devizové expozice jsou zejména transakce spojené s mezinárodním obchodem, domácí transakce vyjádřené v zahraniční měně, mezinárodní neobchodní transakce (tj. úhrady nebo inkasa spojená s převodem dividend, poplatků apod.) a kapitálové transakce v zahraničních měnách. Transakční riziko lze minimalizovat různými metodami, které budou popsány v následujícím textu.

**Translační (účetní) devizová expozice** představuje citlivost konsolidovaných finančních výkazů na neočekávaný pohyb devizových kurzů. Jde o případ, kdy domácí hodnota aktiv, pasiv nebo příjmů či výdajů denominovaných v cizích měnách se mění v důsledku změny devizových kurzů příslušných měn. Translační devizové expozici může být tedy vystavena jak konsolidovaná účetní rozvaha, tak i konsolidovaná výsledovka nadnárodních společností, které mají dceřiné společnosti se sídlem v zahraničí. Platí, že čím vyšší je podíl činností zabezpečovaných zahraničními dceřinými společnostmi, tím větší je také podíl položek v daném finančním výkaze, které jsou vystaveny translační devizové expozici.

Při přepočtu údajů účetní závěrky v zahraniční měně pro konsolidovanou účetní závěrku, která se sestavuje v národní měně mateřské společnosti, vzniká problém, kterým kursem provádět přepočet jednotlivých položek tak, aby konsolidovaná závěrka spolehlivě odrážela majetkovou a výnosovou situaci celé nadnárodní společnosti. Tento problém není dosud v praxi jednoznačně vyřešen. V teorii existuje několik metod, které jsou založeny na použití kurzu platného k danému okamžiku sestavení účetních výkazů nebo k určitému výchozímu okamžiku (tzv. historický kurz), popř. na kombinaci obou typů kurzu podle charakteru účetních položek (např. historický kurz pro přepočet fixního majetku, kurz platný v daném okamžiku pro přepočet položek spojených s provozní činností). Současná praxe se přiklání k použití tzv. běžné metody opírající se o skutečně platný kurz v daném okamžiku.

**Ekonomická devizová expozice** představuje možnost změny budoucí hodnoty očekávaných peněžních toků vyjádřených v domácí měně v důsledku neočekávaných změn devizových kurzů. Ekonomická expozice tedy nemá žádnou souvislost se změnou kurzu v době mezi uzavřením a plněním kontraktu. Dotýká se změny budoucí hodnoty cash flow, která vzniká v důsledku neočekávaných kurzových změn. Při analýze ekonomické expozice je relevantní věnovat pozornost tomu, odkud pocházejí výrobní vstupy firmy a kam směřuje odbyt firmy, jaká je konkurenční schopnost firmy na domácím a zahraničním trhu, do jaké míry je poptávka citlivá na ceny a jak jsou vstupy i výstupy firmy oceňovány.

Mezi hlavní metody využívané při řízení ekonomické devizové expozice patří mezinárodní diverzifikace odbytu a výrobních vstupů a mezinárodní diverzifikace financování. V návaznosti na diverzifikované financování lze pak využít i tzv. metody „Leads and Legs“. Tato metoda je založena na praxi, kdy podniky urychlují splácení svých závazků v měnách,

které mají tendenci ke zpevnění (leads), zatímco platby v měnách, které vykazují tendenci k oslabení, oddalují tak dlouho, jak je to jen možné (legs).

### Hedging

Přírozenou ochranou proti devizovému riziku je udržování vyrovnaných devizových pozic na straně aktiv a pasiv jak v měnové, tak v časové struktuře tzv. přírozený hedging. Problém je však v tom, že obvykle se aktiva v dané měně nerovnají pasivům, a to co do množství, doby splatnosti nebo úročení. To znamená, že se podnik nachází v otevřené devizové pozici a je tedy vystaven devizovému riziku. Transakce směřující k eliminaci devizového rizika nazýváme hedgingem.

Princip hedgingu tedy spočívá v neutralizaci výchozí pozice uskutečněním opačné operace na promptním či termínovém trhu. Tím dochází k uzavření devizové pozice a kompenzaci kursového rizika. Proti kurzovému riziku je možné se zajišťovat úvěrovými a depozitními operacemi, forwardovými operacemi, futures, opcemi a swapy.

### Zajištění pomocí úvěrové a depozitní operace

K zajištění otevřené devizové pozice je možné využít úrokových rozdílů u domácí a cizí měny uzavřením úvěrové a depozitní operace.

### Zajištění pohledávky

Pohledávku v cizí měně splatnou k určitému termínu (t) může firma zajistit půjčkou v cizí měně při úrokové míře  $IR_Z$ . Termín návratnosti této půjčky je totožný s termínem splatnosti pohledávky. Vzhledem k tomu, že při splatnosti dlužné částky je nutné počítat i s úrokovou platbou, nebude výše půjčky odpovídat velikosti pohledávky, ale bude nižší. Můžeme ji vyjádřit takto:

$$\frac{\text{hodnota pohledávky}}{\left(1 + IR_Z * \frac{t}{100 * 360}\right)}$$

Tato půjčka je převedena na měnu domácí při spotovém kursu ( $SR_{D/Z}$ ) a uložena jako depozitum při domácí úrokové sazbě ( $IR_D$ ).

$$\frac{\text{hodnota pohledávky}}{\left(1 + IR_Z * \frac{t}{100 * 360}\right)} * SR_{D/Z} * (1 + IR_D)$$

V den splatnosti je půjčka splacena z inkasované pohledávky.

### Zajištění závazku

Při zajišťování závazku je postup obdobný. Proti závazku v cizí měně je nutné vytvořit v dané měně pohledávku se stejnou dobou splatnosti (t). Postup by tedy měl být následující:

Půjčka v domácí měně při domácí úrokové sazbě  $IR_D$ , a to v takové výši, která by po převodu na cizí měnu uloženou jako depozitum v zahraničí při úrokové sazbě  $IR_Z$  odpovídala hodnotě závazku. Výši této půjčky lze vyjádřit takto:

$$\frac{\text{hodnota závazku}}{\left(1 + IR_Z * \frac{t}{100 * 360}\right)} * SR_{D/Z}$$

Tato částka je převedena spotovým kurzem na cizí měnu. Cizí měna je pak uložena na dobu t jako depozitum v zahraničí při úrokové sazbě  $IR_Z$ . Toto depozitum je použito k uhrazení splatného závazku.

### **Zajištění pomocí operace typu forward**

Při zajištění pomocí termínové operace typu forward jde o uzavření termínového kontraktu na nákup (prodej) cizí měny při forwardovém kurzu. Množství a termín dodání této měny musí odpovídat výši závazku (pohledávky).

### **Zajištění pomocí operace futures**

Dalším způsobem zajištění zahraniční pohledávky (závazku) je využití burzovní operace futures. Zahraniční pohledávku (závazek) je možné zajistit prodejem, příp. nákupem kontraktu futures, a to v závislosti na tom, na jakou měnu pohledávka zní, neboť na trhu futures se obchoduje pouze s vybranými měnami. Výše kontraktů (lotů) a doba realizace jsou navíc standardizovány a často neodpovídají zajišťované operaci. V den splatnosti pohledávky (závazku) dojde k uzavření pozice na burze, tzn. k nákupu dříve prodaných kontraktů, příp. k prodeji dříve nakoupených kontraktů a clearingová ústředna vypořádá s klientem zisk, příp. ztrátu z pohybu kursu futures během tohoto období. Současně je pohledávka prodána na promptním trhu, příp. je na promptním trhu nakoupena zahraniční měna k úhradě závazku.

### **Zajištění pomocí opce**

Zahraniční pohledávku (závazek) lze zajistit proti devizovému riziku i pomocí opce, a to jak bankovní, tak burzovní. Pohledávku lze zajistit nákupem prodejní opce, ze které vyplývá právo prodat dohodnuté množství cizí měny k určitému dohodnutému termínu při dohodnuté ceně. Závazek lze naopak zajistit nákupem kupní opce.

### **Zajištění pomocí swapu**

Z podstaty swapu, který znamená nákup jedné měny proti druhé měně k jednomu datu splatnosti (na promptním trhu) při současném uzavření dohody o jejím zpětném prodeji (na termínovém trhu), vyplývá i jeho možné využití k zajištění. Tato operace je využívána tehdy, když subjekt potřebuje na přechodné období cizí měnu. Nakoupí ji při spotovém kurzu a hned ji termínově prodá za forwardový kurz. Rovněž v opačném případě, kdy daný subjekt potřebuje překlenout dočasný nedostatek domácí měny a má aktivum v měně cizí, může cizí měnu prodat na promptním trhu a současně uzavřít dohodu o jejím zpětném nákupu k pozdějšímu termínu.

### **Výhody a nevýhody jednotlivých způsobů zajištění**

Při zajišťování pomocí úvěrové a depozitní operace je možné předem propočítat celkové náklady tohoto zajištění, a proto lze snadno porovnávat výhodnost tohoto zajištění se zajištěním pomocí forwardové operace. Z podstaty forwardového kurzu totiž vyplývá jeho závislost na spotovém kurzu a úrokových sazbách na domácí a zahraniční měnu. Na základě porovnání diskontu (prémie) s úrokovým diferencíálem lze pak určit, zda by bylo zajištění přes forwardovou operaci výhodnější než zajištění pomocí úvěrové a depozitní operace a naopak. Bude-li forwardový kurz větší než spotový kurz upravený o úrokový diferenciál, bude zajištění pohledávky forwardovou operací výhodnější než zajištění přes úvěrový trh. V případě, že forwardový kurz bude menší než spotový kurz upravený o úrokový diferenciál, bude výhodnější zajistit pohledávku přes úvěrový trh a závazek pomocí forwardové operace.

Forwardový kontrakt eliminuje riziko ztráty způsobené nepříznivým vývojem devizového kurzu tím, že fixuje budoucí devizový kurz na předem dohodnuté úrovni. Na druhé straně nevýhodou forwardů je, že v případě příznivého vývoje devizového kurzu podnik nemůže



získat dodatečný zisk. Dalším problémem forwardových operací je, že zahrnují poměrně velké úrokové riziko. To se týká obzvláště bank, které u forwardového kontraktu zpravidla stojí na straně prodávajícího. Pokud firma odmítne splnit svoje závazky, tzn. nakoupit danou měnu za předem dohodnutý kurz, pak banka neobdrží svůj zisk. Aby se banka proti vzniku takové situace zabezpečila, tak zpravidla prodá forwardový kontrakt pouze pod podmínkou, že je oprávněna snížit podniku výši úvěrové linky, kterou má s bankou sjednanou, o hodnotu forwardového kontraktu. V případě, že podnik s bankou nemá dojednanou úvěrovou linku, může od něj banka požadovat složení zálohy ve výši 5 % hodnoty forwardového kontraktu, která slouží jako záruka.

Rozdíl mezi forwardy a futures spočívá v tom, že zisky nebo ztráty vyplývající z držby futures jsou realizovány a spláceny na konci každého dne, zatímco zisky nebo ztráty vyplývající z držby forwardů jsou realizovány a vypořádány až v den splatnosti kontraktu. Z toho vyplývá, že riziko nesplnění závazku (tzv. default risk), je u futures podstatně omezeno. Jestliže ztrátová strana nebude schopna splnit svoje závazky, potom je ztráta ziskové strany limitována a to pouze do výše jejího zisku daného dne. Navíc riziko insolvence je redukováno i tím, že každá strana kontraktů futures je povinna složit určitou zálohu (margin), která je deponována na zvláštním účtě (margin account). Na konci dne, kdy jsou kontrakty vypořádány, je pak strana, která utrpí ztrátu, povinna ze svého (margin account) účtu převést částku zisku na účet strany, která zaznamenala zisk. V případě, že se marže ztrátové strany dostane pod stanovený limit, je tato strana povinna doplnit marži na požadovanou hodnotu, jinak je kontrakt ukončen.

Zajištění pomocí futures je výhodnější než zajištění pomocí forwardů zejména v situaci, kdy podnik nezná přesný termín úhrady. Futures jsou velice flexibilní, podnik může zajistit svoje riziko až do doby úhrady a potom z kontraktu vystoupit.

Naproti tomu nevýhodou futures je, že neumožňují podnikům dokonale zajistit svá rizika. Množství zahraniční měny, které by chtěl podnik zajistit, zpravidla neodpovídá množství, které lze zajistit pomocí kontraktů futures. Například podnik, který potřebuje zajistit 20 mil. jenů, se bude muset zajistit nákupem 2 kontraktů futures znějících na 25 mil. jenů, protože velikost kontraktů futures je standardizovaná a minimální výše kontraktu tzv. lot činí 12,5 mil. jenů. Nevýhodou futures stejně jako forwardů je, že podniku neumožňují profitovat z příznivého vývoje devizového kurzu.

Zajištění s využitím opcí má tři základní výhody. Za prvé, opce umožňuje profitovat z příznivého vývoje devizového kursu, i když za tuto výhodu musí podnik zaplatit v podobě opční prémie. Za druhé, termín úhrady nemusí být předem znám. Za třetí, protože jsou opce obchodovány i mimoburzovně tzv. přes přepážku, má podnik možnost zajistit se pomocí opce „šité na míru“ jeho potřebám, tedy co do množství zahraniční měny a termínu splatnosti.

Nevýhodou této formy zajištění je na druhé straně to, že je nákladnější, neboť její využití je spojeno s povinností zaplatit opční prémie.

## Shrnutí kapitoly

Rozhodování o zahraniční směně podniku ovlivňují nejen ceny dovozu a vývozu na zahraničních trzích, ale také výše a pohyb devizových kurzů, cla, finanční nástroje podporující vývoz, platební a úvěrové podmínky a další faktory.

Devizový trh je možné definovat jako místo, na kterém se střetává poptávka po peněžních instrumentech denominovaných v jedné národní měně s nabídkou peněžních instrumentů denominovaných v jiné národní měně. Na devizovém trhu tedy dochází ke konverzi jedné měny do druhé. Na devizový trh vstupují jednotlivé ekonomické subjekty, aby zde získaly prostředky nezbytné k zabezpečení mezinárodních plateb souvisejících se zahraniční směnou a pohybem kapitálu. Motivem vstupu na devizový trh může být také snaha zajistit se proti kurzovým rizikům a snaha dosáhnout případného zisku z kurzových pohybů. Devizového trhu se účastní rovněž oficiální státní instituce (většinou centrální banky), které se snaží regulovat poptávku a nabídku cizích měn podle záměrů své hospodářské (měnové) politiky.

## Otázky k zamyšlení

1. Definujte devizový trh.
2. Které subjekty se účastní obchodování na devizovém trhu?
3. Jakými způsoby můžeme členit devizové operace na devizových trzích?
4. Co je charakteristické pro termínové operace na devizových trzích, a jak je dále dělíme?
5. Vysvětlete rozdíl mezi arbitráží a spekulací.

## Pojmy k zapamatování

- devizový trh,
- nominální kurz,
- reálný kurz,
- OTC trh,
- devizová pozice,
- devizová spekulace,
- devizová arbitráž,
- hedging,
- promptní operace,
- termínové operace,
- forwardové kontrakty,
- kontrakty futures,
- opční kontrakty,
- swapové kontrakty,
- devizové riziko.

# 5 DEVIZOVÉ REZERVY A DEVIZOVÉ INTERVENCE CENTRÁLNÍ BANKY

## Cíl kapitoly

Cílem následující kapitoly je vymežit pojem devizové rezervy a další kategorie s devizovými rezervami související a podrobněji vysvětlit problematiku devizových intervencí centrální banky, a to jak při výkyvech salda výkonové bilance, tak i při destabilizačních pohybech spekulativního kapitálu.

## Časová zátěž

Studiu této kapitoly věnujte jedenáctý a dvanáctý týden semestru v celkovém rozsahu 10 hodin.

## 5.1 Bilance centrální banky a devizové rezervy

Pojem devizové rezervy je přes jeho frekventované užívání mezi veřejností i ekonomickými odborníky často rozdílně interpretován. Tato nejednotnost vyplývá z rozdílného vymezení okruhu položek, které jsou do devizových rezerv zahrnovány. Může se jednat o nejasnosti z pohledu subjektového (zda do devizových rezerv patří pouze devizová aktiva centrální banky nebo i devizová aktiva obchodních bank), objektového (zda do devizových rezerv patří pouze aktiva ve volně směnitelných měnách nebo i aktiva v clearingových měnách) a konečně i z hlediska časového (zda do devizových rezerv patří pouze krátkodobá devizová aktiva nebo i aktiva s delší dobou splatnosti). K dalšímu zkrácení může docházet i z důvodu zaměňování pojmů, které s devizovými rezervami úzce souvisí (například devizová pozice centrální banky nebo čisté devizové rezervy). Problémy pak mohou vzniknout i při vlastním hodnocení zpráv poskytovaných centrální bankou o vývoji platební bilance a devizových rezerv, kdy některé informace z oblasti analýzy devizových rezerv mohou vyvolávat pochybnosti (např. jak mohlo dojít k růstu devizových rezerv při současném deficitu platební bilance).

Jak už bylo uvedeno, devizovými rezervami chápeme devizová aktiva centrální banky. Nyní si toto tvrzení blíže vysvětlíme. Pro větší názornost si rozdělíme bilanci centrální banky do následujících tří základních částí (viz tabulka č. 5.1):

- domácí aktiva a pasiva centrální banky (první okruh bilance),
- devizová aktiva a pasiva nezahrnovaná do čistých devizových rezerv (druhý okruh bilance),
- devizová aktiva a pasiva tvořící čisté devizové rezervy (třetí okruh bilance).

**Tabulka č. 5.1: Bilance centrální banky a devizové rezervy**

aktiva		pasiva	
<b>1. okruh</b>			
- státní cenné papíry	SP	- bankovky v oběhu	BO
- diskontní úvěry	DU	- rezervy bank	RB
		- rezervy státu	RS
		- depozita zahraničních CEB	RZ
<b>2. okruh</b>			
- clearingová devizová aktiva	CA	- clearingová devizová pasiva	CP
- dlouhodobá aktiva ve směnitelných měnách	DSA	- dlouhodobá pasiva ve směnitelných měnách	DSP
<b>3. okruh</b>			
- zlato	Z	- krátkodobá pasiva ve volně směnitelných měnách	KSP
- cizí volně směnitelné měny	CVSM		
- cizí státní cenné papíry	CSCP		
- SDR	SDR		
- rezervní pozice u MMF	RPF		

**Devizové rezervy (DR)**, neboli hrubé devizové rezervy jsou tvořeny devizovými aktivy centrální banky ve třetím okruhu této bilance. To znamená, že celková výše devizových rezerv dané země je dána součtem:

$$DR = Z + CVSM + CSCP + SDR + RPF$$

**Čisté devizové rezervy (CDR)** získáme jako rozdíl devizových aktiv a devizových pasiv ve třetím okruhu bilance centrální banky:

$$CDR = DR - KSP$$

**Devizová pozice centrální banky (DPCB)** je pak dána jako výsledný rozdíl veškerých devizových aktiv a devizových pasiv centrální banky ve druhém a třetím okruhu její bilance:

$$DPCB = CDR + CA + DSA - CP - DSP$$

Struktura devizových aktiv a pasiv, jakož i výše hrubých a čistých devizových rezerv se neustále mění v souvislosti s devizovými operacemi centrální banky. Vypovídací schopnost ukazatele hrubých devizových rezerv je do určité míry omezena, neboť jeho růst může být zajištěn za cenu růstu domácího či zahraničního zadlužení centrální banky ve volně směnitelných měnách.

Ukazatel čistých devizových rezerv rovněž není objektivním kritériem pro hodnocení devizového postavení centrální banky. Jeho výše může např. díky dlouhodobé půjčce na kapitálových trzích rovněž vzrůstat. Čisté devizové rezervy jsou však vhodné pro hodnocení krátkodobé devizové pozice (likvidity) centrální banky, neboť krátkodobá devizová aktiva centrální banky ve volně směnitelných měnách jsou v tomto případě kompenzována o krátkodobě splatné devizové závazky ve volně směnitelných měnách.

Devizová pozice centrální banky ze všech tří uvedených ukazatelů nejobektivněji vystihuje celkové dlouhodobé postavení centrální banky ve vztahu k zahraničním a domácím subjektům.

## 5.2 Složky devizových rezerv

Jak vyplývá z bilance centrální banky, devizové rezervy jsou tvořeny volně směnitelnými měnami, jednotkami SDR, rezervní pozicí ve Fondu a zlatem.

**Cizí volně směnitelné měny** jsou hlavní složkou devizových rezerv centrální banky. Jedná se o poměrně úzký okruh měn, které plní všechny funkce peněz v mezinárodním peněžním oběhu a pro které se používá společný název **mezinárodní rezervní měny**. Mezi hlavní představitele mezinárodních rezervních měn patří americké dolary, japonské jeny, euro, švýcarské franky a některé další, z hlediska kvantitativního zastoupení v devizových rezervách, méně významné měny. Tyto měny jsou jednotlivými centrálními bankami drženy zejména ve formě zápisů na běžných nebo krátkodobých termínových účtech u obchodních nebo zahraničních centrálních emisních bank. Menší objemy drží centrální banky i ve formě valut.

Mezinárodní rezervní měny jsou do mezinárodního peněžního oběhu emitovány prostřednictvím deficitních sald platebních bilancí příslušných zemí, zejména pak prostřednictvím deficitu výkonové bilance a deficitu bilance dlouhodobého kapitálu. Země emitující mezinárodní rezervní měnu tedy vystupují jako čistí importéři zboží a služeb nebo jako čistí vývozci kapitálu. Zásadní rozdíl mezi uvedenými způsoby emise spočívá v tom, že v prvním případě se daná země dostává do čistého dlužnického postavení vůči světu, zatímco ve druhém případě se dlužnická pozice země emitující mezinárodní rezervní měnu nemění (nakoupená zahraniční aktiva se navzájem kompenzují s objemem pasiv v domácí měně držených zahraničními subjekty). Emise mezinárodní rezervní měny prostřednictvím deficitu výkonové bilance je od počátku osmdesátých let charakteristická zejména pro Spojené státy americké. Druhý způsob emise mezinárodních rezervních měn přes pasivum bilance dlouhodobého kapitálu je ve stejném období naopak typický pro SRN a Japonsko. Do devizových rezerv centrálních emisních bank se mezinárodní rezervní měny dostávají prostřednictvím jejich devizových intervencí, kdy příslušná centrální banka nakupuje mezinárodní rezervní měnu a současně prodává vlastní měnu na devizovém trhu.

Tyto způsoby emise mezinárodních rezervních měn prostřednictvím deficitu platební bilance jsou obvykle kritizovány ze dvou důvodů. Jednak emitující země mohou touto cestou přerozdělovat ve svůj prospěch část světového produktu (emise přes čistý import zboží a služeb) nebo světového bohatství (emise nákupem zahraničních aktiv). Druhým, závažnějším důvodem je, že emise mezinárodních rezervních měn je prováděna podle potřeb platebních bilancí emitujících zemí a nikoliv podle potřeb mezinárodního peněžního oběhu (mezinárodní likvidity).

Dalším způsobem tvorby devizových rezerv je **proces multiplikace devizových rezerv** prostřednictvím euroměnového trhu. Klasický příklad multiplikace dolarových devizových rezerv centrálních bank bylo možné sledovat na konci šedesátých let. V tomto období byla zaznamenána silná spekulace na devalvací kursu amerického dolaru, které se evropské centrální banky snažily zabránit prostřednictvím intervenčních nákupů dolarů na devizovém trhu. Takto získaná dolarová aktiva pak ukládaly na eurodolarovém trhu při vyšším úročení než u srovnatelných státních cenných papírů americké vlády. Obchodní banky na eurodolarovém trhu pak v takto získaných zdrojích od centrálních bank poskytovaly eurodolarové úvěry soukromým spekulátorům. Tím docházelo k dalším spekulacím prodejem amerických dolarů evropským centrálním bankám, které je opět nakupovaly v rámci svých devizových intervencí a ukládaly na eurodolarovém trhu. Šlo tedy o klasický multiplikační proces tvorby dolarových devizových rezerv centrálními bankami prostřednictvím eurodolarového trhu. (Jeden dolar, který byl původně emitován deficitním

saldem platební bilance Spojených států a nakoupen do devizových rezerv v rámci devizových intervencí centrálních bank, se tímto způsobem mohl hypoteticky rozmnožit do několikanásobně vyššího počtu dolarových aktiv centrálních bank.)

### **Special Drawing Rights (SDR)**

Používání jednotek SDR bylo schváleno na výroční konferenci Mezinárodního měnového fondu konané v Rio de Janeiru v roce 1967, první bezhotovostní emise jednotek SDR byla provedena v roce 1970. Důvodem pro zavedení jednotek SDR byla situace, ke které došlo koncem 60. let. Ve struktuře devizových rezerv stoupal podíl národních měn, především USD. Rezervy v devizách tak poprvé v polovině 60. let převýšily rezervy ve zlatě. Současně postupně klesal celkový objem devizových rezerv ve vztahu ke světovému obchodu, a to z 60 % na počátku 50. let až na 30 % koncem 60. let. Tato skutečnost měla značný vliv na pokles světového obchodu. Vzhledem k tomu, že rozšiřování mezinárodní likvidity dalším přílivem zlata bylo omezeno a její doplňování dolary nebylo žádoucí z důvodu chronického pasivního salda platební bilance USA, vznikla potřeba zavedení nového prvku mezinárodní likvidity.

Podle původních záměrů tak měly jednotky SDR vyloučit nebo alespoň co nejvíce oslabit závislost růstu devizových rezerv na trzích zlata i na stavu platební bilance USA a měly přispět k tomu, aby mezinárodní likvidita byla v souladu s potřebami světového hospodářství a obchodu. Příčinou zavedení jednotek SDR byly tedy obavy z globálního nedostatku devizových rezerv, který by mohl bránit rozvoji zahraničního obchodu. Rovněž schválení dalších emisí jednotek SDR je vždy vázáno na vznik globálního nedostatku devizových rezerv.

Zvláštní práva čerpání jsou do oběhu vydávána v jednorázových emisích, přičemž rozsah emise je závislý na celkovém stavu a vývoji mezinárodní likvidity, tj. plynulosti běžného mezinárodního platebního styku a nepřihlíží se diferencovaně k měnové situaci jednotlivých zemí. Celková částka emise jednotek SDR je rozdělena mezi jednotlivé členské země MMF proporcionálně k jejich členským kvótám a je jim připsána na jejich zvláštní účet (Special Drawing Account). O výši takto emitovaných jednotek SDR se zvětšuje celkový objem mezinárodních likvidních prostředků, neboť členské země Fondu mají možnost obstarat si za přidělené jednotky SDR cizí volně směnitelnou měnu, kterou mohou použít k vyrovnání pasivního salda platební bilance. Země s aktivní platební bilancí jsou povinny přijmout tato SDR výměnou za svoji národní měnu. To znamená, že v důsledku různého hospodářského a měnového vývoje mezi zeměmi a v důsledku měnové politiky Fondu dochází k přerozdělování přidělených jednotek SDR. Při úvěrových a finančních operacích v rámci MMF obíhají jednotky SDR nejen mezi členy Fondu, ale i mezi členy Fondu a samotným MMF (např. platby členů na administrativu Fondu, splácení úvěrů poskytovaných Fondem, splácení členských podílů, splácení úroků z poskytnutých úvěrů atd.). Část přidělených jednotek SDR se tak dostává zpět od členů na účty Fondu.

Původním záměrem Mezinárodního měnového fondu bylo, aby se jednotky SDR staly základním prvkem mezinárodní likvidity a postupně vytlačily zlato a oslabily postavení USD ve struktuře devizových rezerv. Tento záměr se však nepodařilo zrealizovat a jejich podíl na devizových rezervách (bez zlata) zatím nikdy nepřesáhl 5 %. Navíc jednotky SDR postupně ztrácejí na významu, především z těchto důvodů:

- 1) Zrušením pevné ceny zlata došlo ke zvýšení hodnoty zlatých devizových rezerv a tím také odpadla nutnost vytvářet nové prostředky mezinárodní likvidity.
- 2) Po rozpadu bretton-woodského měnového systému a přechodu na systém volně pohyblivých devizových kursů se postupně snižovala potřeba udržovat velké objemy devizových rezerv k intervenování na devizových trzích.

3) Funkci rezervní měny začínají vedle amerického dolaru plnit i jiné národní měny.<sup>38</sup>

### **Rezervní pozice v Mezinárodním měnovém fondu**

Součástí devizových rezerv členských zemí Mezinárodního měnového fondu je také tzv. rezervní pozice ve Fondu. Základem rezervní pozice každé členské země je část její členské kvóty, která je skládána ve volně směnitelné měně. Jedná se o 25 % z celkové výše členské kvóty, neboť zbývajících 75 % je skládáno v domácí měně. Rezervní pozice se dále zvyšuje o půjčky poskytnuté Fondem. Tento případ se však týká pouze některých hospodářsky vyspělých zemí, které poskytly Fondu půjčky nad rámec svých členských kvót. Naopak rezervní pozice se snižuje o přijaté úvěry od Mezinárodního měnového fondu. Tyto úvěry jsou poskytovány na principu swapových operací, kdy členská země skládá do Fondu svou domácí měnu a jako ekvivalent získává požadovanou volně směnitelnou cizí měnu. Úvěrový systém Mezinárodního měnového fondu je poměrně složitý a jeho přesný popis bude vysvětlen v navazujícím textu Mezinárodní finanční instituce.

### **Zlato**

Zlaté devizové rezervy tvoří přibližně 20 -30 % z celkového objemu devizových rezerv. Jejich podíl na celkových devizových rezervách se však dlouhodobě snižuje. I přesto, že má zlato stále významný podíl v devizových rezervách, platby za zboží prostřednictvím zlata nebo zlatých certifikátů jsou dnes již výjimkou. Příčiny demonetizačního procesu zlata spočívají jednak ve velké nákladnosti a nepružnosti zlatého peněžního oběhu, a současně v nedostatku zlata z hlediska potřeb dynamicky se rozvíjejících mezinárodních hospodářských vztahů. Z hlediska dlouhodobého vývoje mezinárodního měnového systému je demonetizační proces zlata ve své závěrečné fázi. V srpnu 1971 byla zrušena směnitelnost amerického dolaru za zlato pro zahraniční měnové orgány (centrální banky), která byla do té doby garantována při pevné ceně zlata 35 USD za trojskou unci. V lednu 1976 Kingstonská (Jamajská) měnová dohoda právně potvrdila demonetizační proces v rámci Mezinárodního měnového fondu tím, že zakázala definovat parity národních měn a devizové kursy ve zlatě. Rovněž bylo vyloučeno používání pevných oficiálních cen zlata ze strany národních měnových orgánů i MMF.

Zlato plní spolu s některými dalšími vzácnými kovy (platina a stříbro) v současné době zejména úlohu dlouhodobého uchovatele hodnot. Z hlediska devizových rezerv zlato sehrávalo významnou úlohu především při optimalizaci portfolia centrální banky, neboť jeho pohyb je negativně korelován s pohybem kursu amerického dolaru. Jeho aktivní využívání je uskutečňováno zejména prostřednictvím tzv. „zlatých swapů“, kdy dealeri centrálních bank zlato promptně prodávají za některou volně směnitelnou měnu (zpravidla USD) při jeho současném zpětném termínovém nákupu. Centrální banky si touto cestou vytváří krátkodobé zdroje pro devizové intervenování po dobu trvání swapu. Se zlatem je však možné provádět také termínové a promptní operace, tak jak je známe u operací s devizami. Při těchto obchodech nedochází ke skutečnému fyzickému pohybu zlata, mění se pouze jeho majitelé. Zlato je nejčastěji uloženo u specializovaných firem tzv. „zlatých domů“, které sídlí zejména v Londýně a Curychu.

Význam zlata při optimalizaci portfolia centrálních bank poklesl s postupným prosazováním společné měny EUR do devizových rezerv, neboť také vývoj kursu EUR je negativně korelován s pohybem kursu amerického dolaru. V současné době význam zlatých devizových rezerv začíná opět růst v souvislosti s oslabováním pozice USD.

---

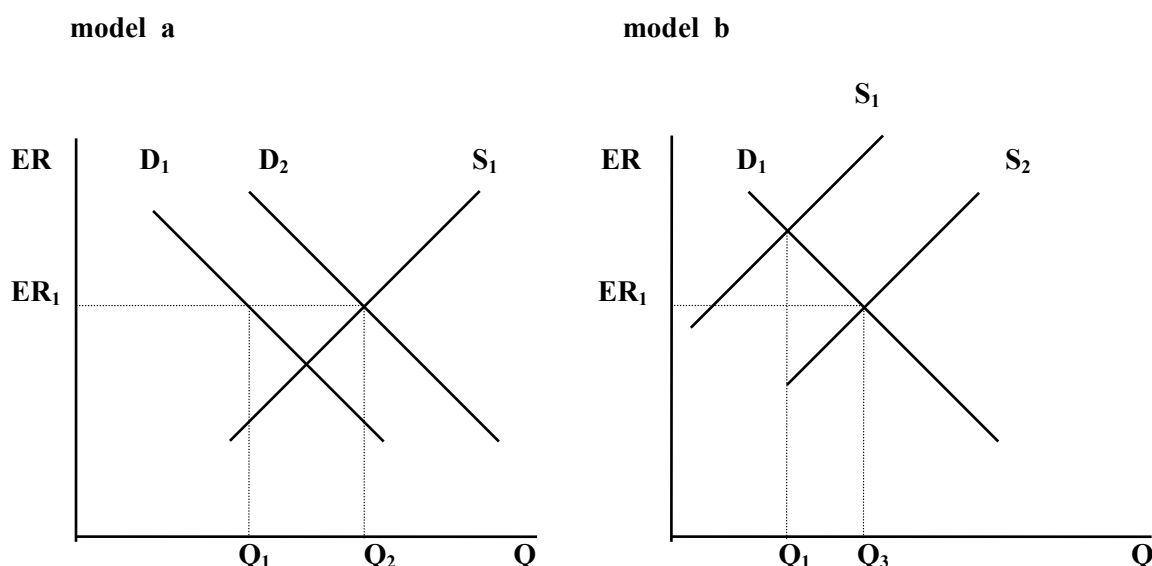
<sup>38</sup> Po zavedení Evropské hospodářské a měnové unie nabývá na významu postavení měnové jednotky EUR v rámci devizových rezerv.

## 5.3 Devizové intervence centrální banky

### Devizové intervence při cyklických výkyvech salda výkonové bilance

Představme si hypotetickou tržní situaci, kdy se devizová nabídka během roku mění v určitém pravidelném cyklu. Tento devizový nabídkový cyklus, který je zachycen na obrázku č. 5.1, může být například u zemědělsky orientovaných zemí způsoben zákonitostmi střídání ročních období. V prvním pololetí roku (model a), kdy je devizová nabídka relativně vysoká v důsledku sklizně a prodeje zemědělských produktů do zahraničí, zvyšuje centrální banka poptávku po devizách prostřednictvím intervenčních nákupů (posun z  $D_1$  do  $D_2$ ), aby tak zabránila cyklickému znehodnocení devizového kurzu domácí měny. Ve druhém pololetí (model b), kdy je naopak devizová nabídka relativně nízká, zvyšuje centrální banka nabídku deviz (posun z  $S_1$  do  $S_2$ ), aby tak zabránila cyklickému znehodnocení devizového kurzu. Při absolutní symetrii tohoto cyklu se budou přírůstky a úbytky devizových rezerv navzájem kompenzovat, přičemž pozitivním výsledkem devizových intervencí bude zajištění kurzové stability ve dlouhém období.

Obrázek č. 5.1: Devizové intervence při cyklických výkyvech salda výkonové bilance

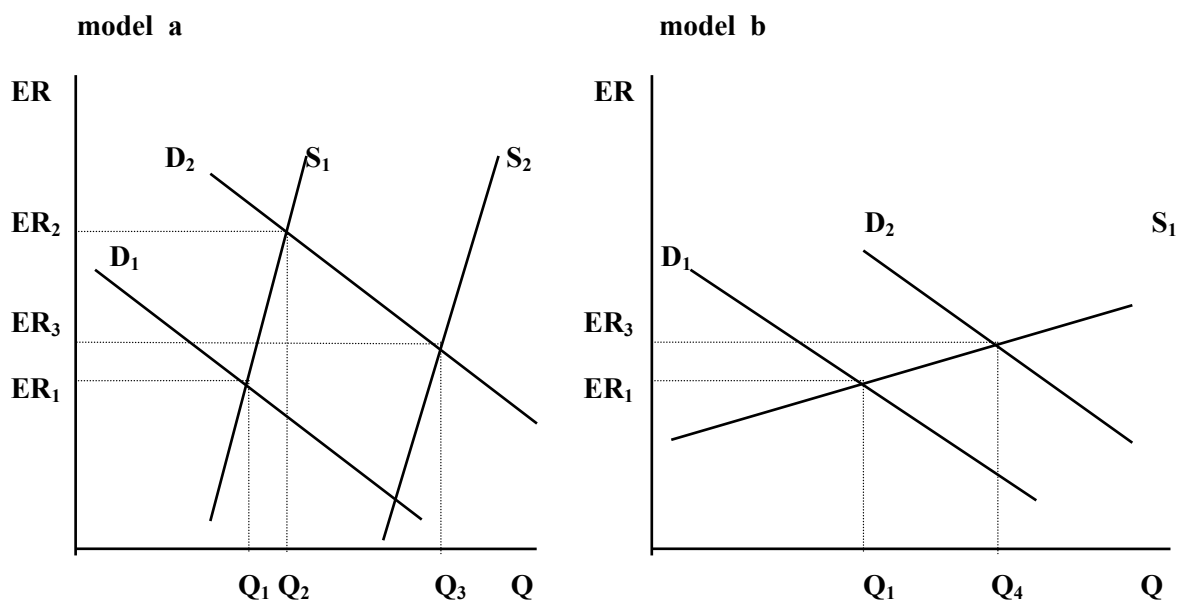


### Devizové intervence při jednorázových deficitních impulsích výkonové bilance

Cyklický vývoj devizové nabídky (poptávky) není jediným příkladem, kdy se centrální banka může rozhodnout provádět devizové intervence. Devizové intervence mohou být prováděny i při jednorázových deficitních impulsích, kterými jsou například ropné šoky. Devizové rezervy v těchto případech fungují jako nárazník proti jednorázovému a prudkému znehodnocení devizového kursu. Na obrázku č. 5.2 je zachycen účinek deficitního impulsu na devizovou poptávku v krátkém (model a) a středním (model b) období při rozdílné pružnosti křivek devizové nabídky.



**Obrázek č. 5.2: Devizové intervence při jednorázových deficitních impulsích výkonové bilance**



V obou případech posunul deficitní impuls (ropný šok) křivku devizové poptávky z  $D_1$  do  $D_2$ . V krátkém období, které je charakteristické značně nepružnou křivkou devizové nabídky, způsobil deficitní impuls relativně rozsáhlé znehodnocení kurzu domácí měny z  $ER_1$  do  $ER_2$ . Naproti tomu přizpůsobení ve středním období je daleko pružnější a stejného přizpůsobovacího efektu lze dosáhnout při menší devalvaci kurzu z  $ER_1$  do  $ER_3$ . Za této situace může centrální banka usoudit, že devalvační (depreciační) skok spojený s úplnou obnovou rovnováhy výkonové bilance v krátkém období je zbytečný a zvýší devizovou nabídku na úkor svých devizových rezerv. Intervence centrální banky je vyjádřena posunem nabídkové křivky z  $S_1$  do  $S_2$ , přičemž orientačním bodem pro rozsah devizových intervencí může být odhad kursu rovnováhy běžné bilance ve středním období  $ER_3$ .

Tento typ devizových intervencí vykazuje určité odlišné znaky oproti intervencím při cyklické nerovnováze výkonové bilance. Především centrální banka nemůže počítat s tím, že výkonová bilance bude při daném intervenovaném devizovém kursu po čase automaticky aktivní. Nejsou zde tedy vytvořeny automatické předpoklady pro zpětné doplnění devizových rezerv opačným typem devizové intervence. Pokud bude devizové intervenování úspěšné, objemy prodávaných deviz z devizových rezerv budou v čase klesat až do okamžiku, kdy dojde o obnovení rovnováhy výkonové bilance. Tato skutečnost klade na centrální banku značné nároky, pokud jde o odhad budoucího rovnovážného kursu. Centrální banka musí zejména posoudit, zda má dostatečnou výši devizových rezerv pro intervenování příslušného kursu. Při nedostatečné výši devizových rezerv je zde sice možnost jejich doplnění prostřednictvím půjčky na eurodolarovém trhu nebo u MMF, ale tím se problém deficitní nerovnováhy platební bilance a tlaku na znehodnocení devizového kursu pouze odloží do budoucna, kdy bude probíhat splácení této půjčky.

### **Devizové intervence a destabilizační pohyby spekulativního kapitálu**

Dosud jsme sledovali úlohu devizových rezerv v úzké návaznosti na rovnováhu výkonové bilance. V sedmdesátých a zejména v osmdesátých letech v souvislosti s růstem významu volně pohyblivých devizových kursů se však dominantní úloha devizových rezerv posouvá zejména do oblasti boje s destabilizačními pohyby spekulativního kapitálu.

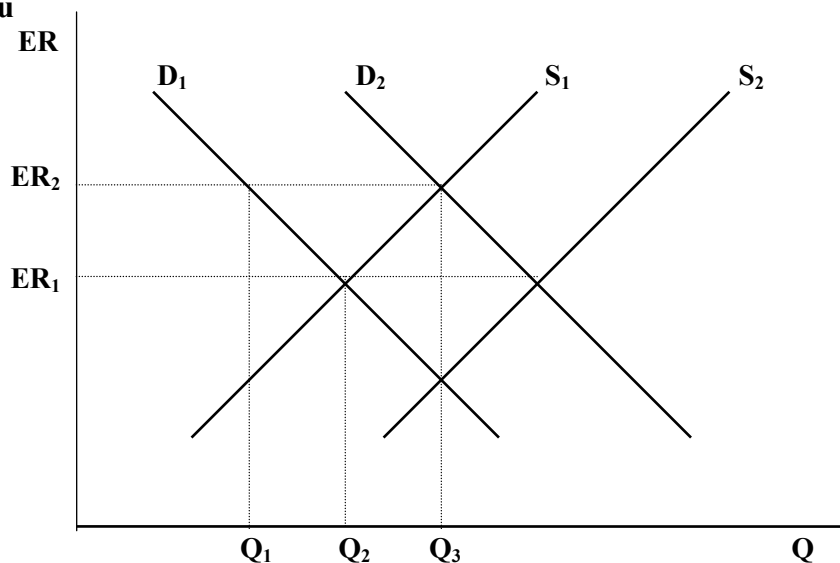
Spekulační pohyby kapitálu z hlediska teorie nemusí mít nutně pouze destabilizační účinky na devizový kurs.<sup>39</sup> Za předpokladu, že spekulanti budou mít dostatek potřebných informací a budou schopni na základě těchto informací provádět racionální rozhodnutí, může soukromá spekulace v mnoha případech nahradit stabilizační kursovou politiku centrální banky. Např. při cyklických výkyvech ve výkonové bilanci budou spekulanti domácí měnu ve fázi znehodnocení nakupovat a naopak ve fázi zhodnocování ji budou prodávat. Prakticky budou tedy provádět stejnou činnost jako centrální banka v našem modelu a budou tak přispívat ke stabilizaci devizového kursu v daném období. Jejich motivací však bude zisk ze spekulace. Podobnou úlohu může spekulace sehrát i při jednorázových deficitních impulsech.

Historické zkušenosti se spekulativními pohyby kapitálu ukazují, že stabilizační úlohu spekulace nelze přeceňovat a spekulativní pohyby mají velice často spíše destabilizující účinky na pohyb devizového kursu. V zásadě se může jednat o čtyři příčiny vyvolávající destabilizační pohyby kapitálu. Za prvé, spekulanti jsou ve vleku chybných informací. Za druhé, spekulanti reagují spontánně na určité informace spíše politického charakteru, které ve skutečnosti nemusí mít podstatný vliv na změnu ve vývoji objektivních determinant devizového kursu (saldo platební bilance, vývoj inflace, úroková míra atd.). Za třetí, spekulanti mají správné informace o budoucích změnách ve vývoji objektivních determinant, nejsou však schopni kvantifikovat jejich přesný dopad na rozsah změny devizového kursu. A konečně za čtvrté, spekulanti sledují samotný pohyb devizového kursu a chování ostatních spekulantů v domnění, že oni mají přístup k lepším informacím.

### Devizové intervence při destabilizačních únicích spekulativního kapitálu

Na obrázku č.5.3 je zobrazena modelová situace, která nastává v případě úniku krátkodobého spekulativního kapitálu (tzv. hot money) ze země. Tento únik může být vyvolán celou řadou okolností, které jsme shrnuli v předchozí části. Odliv kapitálu do zahraničí má za následek zvýšení poptávky po devizách, které je zobrazeno posunem křivky devizové poptávky  $D_1$  do  $D_2$ . Bezprostředním výsledkem je znehodnocení devizového kursu z  $ER_1$  do  $ER_2$ , které vede ke zvýšení devizové nabídky z titulu exportu zboží a služeb v rozsahu  $Q_2Q_3$  a k poklesu devizové poptávky z titulu importu zboží a služeb v rozsahu  $Q_2Q_1$ . Výkonová bilance se tedy stává aktivní v rozsahu  $Q_1Q_3$ . Na první pohled se tedy může zdát, že odliv spekulativního kapitálu má příznivé ekonomické účinky.

**Obrázek č. 5.3: Devizové intervence při destabilizačních únicích spekulativního kapitálu**



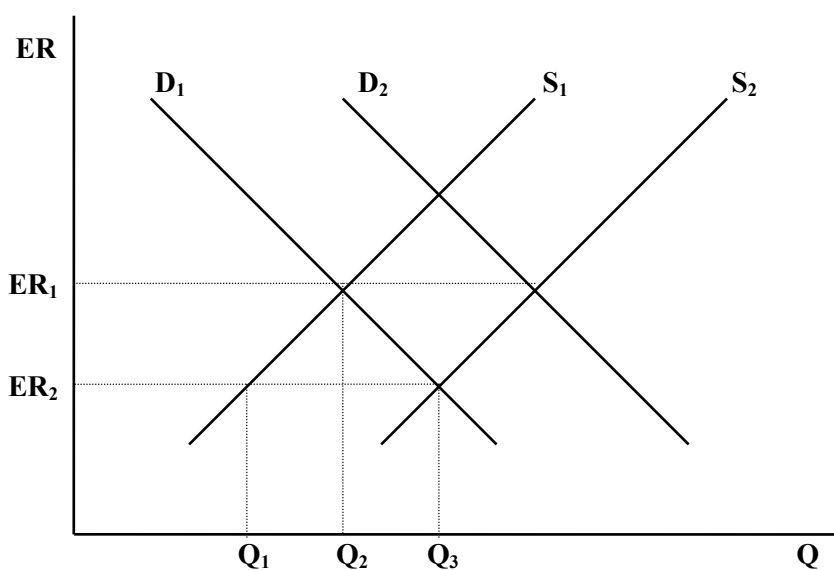
<sup>39</sup> Viz názory monetaristů v kapitole 3.3.

Znehodnocení devizového kurzu má celou řadu nežádoucích ekonomických dopadů. Patří mezi ně nákladové inflační tlaky (v důsledku zdražení importu), nežádoucí realokace zdrojů mezi importními a exportními odvětvími, zhoršení zahraničních směnných relací atd. Při dostatečné výši devizových rezerv může CEB tuto situaci řešit sterilizací účinků odlivu spekulativního kapitálu prostřednictvím intervenčního zvýšení devizové nabídky (posun křivky devizové nabídky z  $S_1$  do  $S_2$ ). Rovnováha výkonové bilance je tímto způsobem opět obnovena při stabilizovaném devizovém kurzu.

### Devizové intervence při destabilizačním přílivu spekulativního kapitálu

Efekt přílivu spekulativního kapitálu na devizový kurz a rovnováhu výkonové bilance je zachycen na následujícím obrázku.

**Obrázek č. 5.4: Devizové intervence při destabilizačním přílivu spekulativního kapitálu**



Příliv spekulativního kapitálu v našem modelu posunul nabídkovou křivku z  $S_1$  do  $S_2$ . Bezprostředním efektem bylo znehodnocení devizového kurzu z  $ER_1$  do  $ER_2$ , které vede ke snížení nabídky deviz z titulu exportu zboží a služeb v rozsahu  $Q_2Q_1$  a ke zvýšení poptávky po devizách z titulu importu zboží a služeb v rozsahu  $Q_2Q_3$ . Výkonová bilance vykazuje deficit ve výši  $Q_1Q_3$ . Konečným výsledkem přílivu spekulativního kapitálu je tedy destabilizace rovnováhy výkonové bilance při současném zadlužování země vůči zahraničí a nežádoucí realokaci zdrojů mezi importními a exportními odvětvími. Centrální banka se za této situace může rozhodnout sterilizovat efekt přílivu spekulativního kapitálu intervenčním zvýšením devizové poptávky (posun křivky devizové poptávky z  $D_1$  do  $D_2$ ). Rovnováha výkonové bilance je tímto způsobem obnovena při stabilizovaném devizovém kurzu.

## **Shrnutí kapitoly**

Devizovými rezervami chápeme velmi likvidní devizová aktiva centrální banky. Do devizových rezerv řadíme volně směnitelné měny, jednotky SDR, rezervní pozici v Mezinárodním měnovém fondu a zlato. Výše devizových rezerv se neustále mění v souvislosti s devizovými operacemi centrální banky.

Cílem devizových intervencí centrálních bank na devizovém trhu je zabránit nepřiměřeným výkyvům devizových kurzů jejich národních měn.

## **Otázky k zamyšlení**

1. Definujte pojem devizové rezervy.
2. Vysvětlete rozdíly mezi jednotlivými kategoriemi devizových rezerv?
3. Jaké jsou hlavní motivy devizových intervencí centrálních bank?
4. Popište, jakým způsobem bude centrální banka intervenovat na devizovém trhu v případě spekulativního odlivu kapitálu.

## **Pojmy k zapamatování**

- bilance centrální banky,
- devizové rezervy,
- čisté devizové rezervy,
- devizová pozice centrální banky,
- devizové intervence centrální banky.

# SEZNAM LITERATURY

## Monografie

- [1] DURČÁKOVÁ, J.; MANDEL, M. *Mezinárodní finance*. 4. vyd., Praha : Management Press, 2010. 494 s. ISBN 978-80-7261-221-5.
- [2] FOSTER, J. B.; MAGDOFF, F.; BAROŠ, R. *Velká finanční krize: příčiny a následky*. 1. české vyd. Všeň : Grimmus, 2009. 156 s. ISBN 80-902831-1-4.
- [3] JANKOVSKÁ, A.; SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno : Masarykova univerzita, 1999. ISBN 80-210-2087-3.
- [4] JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. Praha : Grada Publishing, 2009. 648 s. ISBN 80-247-1653-4.
- [5] JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha : Grada, 2004. 742 s. ISBN 80-24707-69-1.
- [6] KOHOUT, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 6. vyd., Praha : Grada Publishing, 2010, 296 s. ISBN 978-80-247-3315-9.
- [7] KRAFT, J.; FÁREK, J. *Světová ekonomika a ekonomická integrace v období globalizace*. Liberec : Technická univerzita v Liberci, 2008. 252 s. ISBN 978-80-7372-413-9.
- [8] KUBIŠTA, V. *Mezinárodní ekonomické vztahy*. Plzeň : Aleš Čeněk, 2009. 375 s. ISBN 978-80-7380-191-5.
- [9] MADURA, J. *International Financial Management*. 3. vyd., St. Paul : WPC, 1992. ISBN 0-314-86272-2.
- [10] MARKOVÁ, J. *Mezinárodní měnová spolupráce*. Praha: VŠE, Nakladatelství Oeconomica, 2006. 270 s. ISBN 80-245-1053-7.
- [11] MISHKIN, F. S.; EAKINS, S. G. *Financial markets and institutions*. 6th ed. Boston : Pearson Prentice Hall, 2009. 675 s. ISBN 9780321374219.
- [12] PROCHÁZKA, P. *Mezinárodní bankovníctví*. Praha : Bankovní institut, 1996. 347 s. ISBN 80-902243-0-X.
- [13] REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 2. rozš. vyd. Praha : Management Press, 2001. 782 s. ISBN 80-7261-051-1.
- [14] REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha : Management Press, 2005. 627 s. ISBN 80-7261-132-1.
- [15] SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno : Masarykova univerzita, 2009. 195 s. ISBN 978-80-210-4976-5.

## Články

- [16] SPONER, M. Evropská měnová integrace. Finanční aspekty hospodářství. In *Sborník ESF MU*, Brno, 1998.
- [17] SPONER, M. Měnová politika a měnový vývoj v období transformace československé, resp. české ekonomiky (1990 – 1995). In *Sborník ESF MU*, Brno. 1996.

**Internetové zdroje:**

- [18] Česká národní banka. Dostupné na: <<http://www.cnb.cz/>>.
- [19] Český statistický úřad. Dostupné na: <<http://www.czso.cz/>>.
- [20] Evropská centrální banka. Dostupné na: <<http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>>.
- [21] Ministerstvo financí České republiky. Dostupné na: <<http://www.mfer.cz/>>.